



**MÉTODO DE EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL NA
CONSOLIDAÇÃO DAS *JOINT VENTURES*: UMA
ANÁLISE PROSPETIVA A PARTIR DO CASO
CANADIANO**

por

Maria do Céu Fernandes Ribeiro

Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Controlo de
Gestão

Orientada por

Professor Doutor José António Cardoso Moreira

2013

Maria do Céu Fernandes Ribeiro nasceu em V.N. Famalicão, em 22 de novembro de 1963.

Licenciou-se em Economia pela Faculdade de Economia do Porto, em 1990, com média de 12 valores. Obteve um *MBA* em Finanças e Fiscalidade pelo IESF em 2003 e tem uma Pós-Graduação em Gestão de Fraude pela EGP_UPS, atual *PBS (Porto Business School)*, que concluiu em março de 2010.

Iniciou a sua carreira profissional de Auditora em 1990 ano na Coopers & Lybrand, desempenhando atualmente funções como *Senior Manager* em Auditoria na PwC, SROC, Lda. É Revisora Oficial de Contas, *Certified Fraud Examiner (ACFE)* e *Certified Internal Auditor (IIA)*.

Nos anos letivos de 2011/2012 e 2012/2013, frequentou e concluiu com êxito a parte curricular do Mestrado em Contabilidade e Controlo de Gestão, no âmbito do qual é apresentada a presente dissertação.

Agradecimentos

Ao Lince,

Ao Rui e ao David,

E um Especial Agradecimento

Ao meu Orientador.

Resumo

Desde há décadas que se tem vindo a debater a paradigmática e controversa problemática da consolidação dos interesses em *joint ventures*, pelo método de equivalência patrimonial, ou pela consolidação proporcional, em conjunto com os interesses controlados. Os dois métodos provocam diferenças substanciais ao nível do balanço e das demonstrações dos resultados e dos *cash flows*. No sentido de melhorar a compreensão e comparabilidade do relato financeiro entre as diversas jurisdições, a opção entre os dois métodos foi recentemente removida pelo *IASB (International Accounting Standards Board)*, impondo o método de equivalência patrimonial, apesar das críticas na sua aceitação como método de consolidação.

No sentido de antecipar as consequências de tal opção, o presente estudo investiga, a partir de uma amostra de *venturers* canadianos, os potenciais efeitos informacionais resultantes da adoção do novo normativo em 2013, em particular para os *venturers* que tenham anteriormente optado pelo método proporcional, aferidos a partir da *value relevance* dos ativos líquidos, do resultado líquido e dos *cash flows*. Investiga-se, ainda, a utilidade da divulgação da informação dos *cash flows* das *joint ventures* e a sua associação com o valor de mercado dos *venturers*. Os resultados obtidos são um contributo para a avaliação das alterações do método de consolidação e das divulgações impostas pelo *IASB*. A evidência empírica obtida faz antever um impacto positivo daquele normativo na *value relevance* dos ativos líquidos e negativo dos *cash flows* dos *venturers*, mas apenas relativamente aos *cash flows* operacionais. Conclui-se, por outro lado, que a não desagregação dos *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures* se consubstancia numa perda de informação relevante para o investidor no âmbito da sua avaliação do *venturer*.

Palavras-chave: *Joint Ventures*, Método de Equivalência Patrimonial, Método Proporcional, *Cash Flows*.

Abstract

A critical and controversial issue that has been debated for a few decades is whether joint ventures should be consolidated by equity method or proportionally jointly with the fully controlled interests. The two accounting methods, equity method and proportional consolidation, result in considerable differences in income statement, balance sheet and cash flows amounts. In order to improve the comparability between the countries, the IASB (International Accounting Standards Board) has recently issued a new standard that eliminate choice between the equity method and proportionate consolidation and require only the equity method with additional footnote disclosures, in spite of being criticized as a consolidation method.

In order to anticipate the impact of such a decision, using a sample of Canadian venturers, this study investigates the potential impact on the relative value relevance of the accounting figures of proportionally consolidated book value, result for the period and cash flows and equity method, following the adoption of the new rules in 2013, specifically, for those who choice the proportionate consolidation before the IASB's change. We also investigate whether disaggregate cash flows of joint ventures are incrementally and overall value relevant. Therefore, our results have particular relevance for evaluating the IASB's changes of the accounting method and footnote disclosures. The study finds that a positive impact is expected on the value relevance of the net assets of the venturers and a negative impact for the cash flows of the venturers, but only for the operational cash flows. The study also finds that failure to disclose disaggregated operational and investing joint ventures cash flows masks incrementally relevant information that could help investors assess the value of the venturers.

Keywords: Joint Ventures, Equity Method, Proportional Consolidation, Cash Flows.

Índice Global

Agradecimentos.....	ii
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice de Tabelas.....	vii
Índice de Anexos	viii
Lista de Siglas.....	ix
1 Introdução.....	1
1.1 Enquadramento Geral.....	2
1.2 Objetivos e Motivações.....	3
1.3 Estruturação do Estudo.....	5
Parte I - Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura	6
2. Enquadramento Teórico do Método Proporcional e de Equivalência Patrimonial ...	7
2.1 Introdução.....	7
2.2 Enquadramento Teórico do Método Proporcional	7
2.2.1 Teoria do Proprietário.....	7
2.2.1 Aplicabilidade à Consolidação das <i>Joint Ventures</i>	9
2.3 Enquadramento Teórico do Método de Equivalência Patrimonial	10
2.3.1 Introdução	10
2.3.2 Racionalidade Contabilística do Método de Equivalência Patrimonial	10
3 Método de Equivalência Patrimonial na Consolidação das <i>Joint Ventures</i>	13
3.1 Introdução.....	13
3.2 As <i>Joint Ventures</i> e o Normativo do IASB – Classificação e Consolidação	14
3.3 MEP ou PRO: Argumentos a Favor e Contra cada um dos Métodos	16
3.4 MEP e PRO: Divulgações dos Dados Contabilísticos das <i>Joint Ventures</i>	19
3.5 Síntese	22

Parte II – Um Estudo Prospetivo a partir do Caso Canadano	24
4 Metodologia da Investigação e Desenvolvimento das Hipóteses.....	25
4.1 Introdução.....	25
4.2 Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação.....	26
4.3 Modelo de Análise	29
5 Seleção da Amostra e Estatísticas Descritivas	38
5.1 Seleção da Amostra	39
5.2 Recolha de Dados.....	42
5.3 Estatísticas Descritivas	43
6 Resultados Empíricos.....	51
6.1 Introdução.....	51
6.2 Efeitos Dimensão e Heteroscedasticidade.....	51
6.3 Resultados dos Testes de Hipóteses	52
6.4 Testes de Robustez	64
6.5 Consequências da Adoção da <i>IFRS</i> 11 e da <i>IFRS</i> 12.....	68
7 Conclusões, Contributos e Limitações do Estudo	70
8 Referências Bibliográficas	74
9 Anexos	81

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Processo de Seleção da Amostra	41
Tabela 2 - Distribuição da Amostra por Setor de Atividade e por Anos	44
Tabela 3 - Estatística Descritiva da Amostra	46
Tabela 4 - Estatísticas Descritivas por Anos.....	48
Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson e Spearman	50
Tabela 6 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.1)	53
Tabela 7 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.2)	57
Tabela 8 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.3)	60
Tabela 9 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.4)	63
Tabela 10 - Estatística Descritiva Comparativa da Cotação da Ação (2005-2012).....	68

Índice de Anexos

Anexo 1 - Lista dos <i>Venturers</i> da Amostra.....	81
Anexo 2 - Exemplo de Informação Divulgada Relativamente às <i>Joint Ventures</i>	82
Anexo 3 - Tabela Detalhada dos Coeficientes de Regressão do Modelo (4.1).....	83
Anexo 4 - Tabela Detalhada dos Coeficientes de Regressão do Modelo (4.2).....	84
Anexo 5 - Tabela Detalhada dos Testes <i>Wald</i> do Modelo (4.2)	85

Lista de Siglas

AICPA – *American Institute of Certified Public Accountant*

CAD – Dólar Canadano

ED – *Exposure Draft*

FASB – *Financial Accounting Standards Board*

GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles*

H – Hipótese

IASB – *International Accounting Standards Board*

IAS – *International Accounting Standards*

IAS/IFRS – *International Accounting Standards/International Financial Reporting Standards*

JCE – *Jointly Controlled Entities*

JV – *Joint Venture*

MEP – Método de Equivalência Patrimonial

NYSE – *New York Stock Exchange*

OLS – *Ordinary Least Squares*

PRO – Método de Consolidação Proporcional

SEC – *Securities and Exchange Commission*

SEDAR – *System for Electronic Document Analysis and Retrieval*

SIC – *Standard Industrial Classification*

UK GAAP – *United Kingdom General Accepted Accounting Principles*

USD – Dólar Americano

US GAAP – *United States General Accepted Accounting Principles*

XTSE – *Toronto Stock Exchange*

1 Introdução

“The Framework indicates that financial statements should provide a true representation of performance of the enterprise, i.e. its results and cash flows. We question whether this aspect of the Framework has been fully considered when proposing that the equity method be used to account for joint ventures.” (Deloitte, 2008)

O presente estudo investiga em termos prospetivos as potenciais consequências da alteração do método de consolidação das *joint ventures* de proporcional (PRO) para equivalência patrimonial (MEP), imposta pela *IFRS 11*¹ a partir de 2013², com base na *value relevance* dos ativos líquidos, resultado líquido e *cash flows* dos *venturers*. Investiga, ainda, se a informação relativa aos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento das *joint ventures*, não incluída nas divulgações adicionais exigidas pela *IFRS 12*, também a partir de 2013, tem *value relevance* incremental para o investidor.

Tem sido amplamente discutida, desde os anos 60, qual a relevação contabilística concetualmente mais apropriada – MEP ou PRO – para inclusão das *joint ventures*³ nas demonstrações financeiras consolidadas dos *venturers*. Há autores que argumentam, ainda hoje, que o PRO é mais relevante em termos informativos (*e.g.* Tiron-Tudor e Muller, 2009; EFRAG, 2012). O IASB (*International Accounting Standards Board*), por sua vez, justifica a solução adotada no novo normativo pela maior compreensibilidade do relato financeiro com o MEP (IASB, 2011a), mas, ao mesmo tempo, tem em curso um projeto de pesquisa sobre a valia informativa *versus* complexidade deste método (IASB, 2013). Em geral, tende a emergir da literatura a ideia de que tanto o MEP como o PRO são métodos contabilísticos qualificados para a consolidação das *joint ventures*, assumindo, antes, particular relevância as divulgações adicionais que relativamente a estas são feitas.

Na avaliação dos empreendedores conjuntos – os *venturers* – os analistas financeiros e investidores procuram informação específica sobre os ativos e passivos das *joint ventures*, em

¹ Esta norma faz parte do “pacote de cinco normas”, composto pela *IFRS 10 Consolidated Financial Statements*, *IFRS 12 Disclosure of Involvement in Other Entities*, *IAS 27 Separate Financial Statements (revised 2011)* e *IAS 28 Investments in Associates (revised 2011)* com entrada em vigor programada para o início de 2013.

² Na União Europeia, a norma apenas entra em vigor para os períodos findos após 1 de janeiro de 2014, devido a atrasos de *endorsement*.

³ “Empreendimentos conjuntos” na tradução da *IFRS 11*. Apesar disso, neste estudo adotar-se-á a designação de *joint venture* por ser de uso corrente. *Joint venture* referir-se-á, ao longo do presente estudo, às entidades conjuntamente controladas (*IAS 31*) e *joint ventures* (*IFRS 11*). Por analogia, utilizar-se-á o termo *venturer* para o empreendedor conjunto.

particular nos setores de atividade em que uma grande parte do negócio está estruturada neste tipo de participações conjuntas (*e.g.* Graham *et al.*, 2001). Assim, a identificação de qual a informação a desagregar no relatório consolidado dos *venturers* constitui uma importante linha de investigação, para o qual o presente estudo pretende contribuir.

1.1 Enquadramento Geral

A relevação dos interesses em *joint ventures*, quer pelo MEP, quer pelo PRO, tem sido amplamente debatida no âmbito do desenvolvimento da consolidação de contas, pela controvérsia em torno da aceitação do primeiro como método de consolidação e, em particular, pela problemática inerente ao reconhecimento de ativos e passivos conjuntamente controlados com itens efetivamente controlados.

O MEP surgiu sob a forma de uma “proto-consolidação” e de uma “semi-consolidação” após o desenvolvimento das teorias de consolidação (Nobes, 2002) e embora tenha, ao longo do tempo e nas diversas jurisdições, subsistido sob a ameaça de críticas e de pressões políticas, continua a ser utilizado na consolidação de interesses não controlados.

A globalização dos negócios e dos mercados de capitais, em particular entre a União Europeia e os Estados Unidos, tem justificado a evolução da maioria das matérias contabilísticas, no sentido de melhorar a informação de apoio à tomada de decisão por parte dos *stakeholders*, e dinamizado o processo de convergência global dessas matérias entre aquelas jurisdições.

No âmbito desta convergência normativa entre o *IASB* e o *FASB* (*Financial Accounting Standards Board*), o debate em torno da problemática da consolidação dos interesses em *joint ventures*, quer pelo MEP, quer pelo PRO, intensificou-se nos últimos anos, tendo recentemente o MEP sido considerado pelo *IASB*, através da *IFRS* 11, a melhor forma de relato para este modelo de negócio, após uma longa tradição de opção entre o PRO e o MEP plasmada na *IAS* 31, complementada, contudo, por extensas divulgações adicionais vertidas na *IFRS* 12.

1.2 Objetivos e Motivações

O aparente consenso normativo internacional acerca da aceitação do MEP como método de consolidação para determinados interesses contrasta com a pouca sustentação nos *frameworks* contabilísticos atualmente em vigor. Este método é, em substância, uma consolidação proporcional, ainda que “condensada” numa linha do balanço consolidado e da demonstração consolidada dos resultados (doravante designados apenas por balanço e demonstração dos resultados, respetivamente). Em oposição, o PRO disponibiliza aos analistas financeiros mais informação sobre os ativos líquidos das *joint ventures*, reduzindo, nomeadamente, as oportunidades de financiamentos “*off balance sheet*” (Graham *et al.*, 2001), ou seja, financiamentos contratados pelas *joint ventures* não reconhecidos no passivo dos *venturers*, o que é particularmente relevante na conjuntura atual.

A evidência empírica apresentada na literatura a favor de cada um dos métodos não tem sido convergente (*e.g.* Graham *et al.*, 2001; Kothavala, 2003; Stoltzfus e Epps, 2005; Bauman, 2007). No entanto, como referido anteriormente, o PRO deixou de ser o método por excelência de consolidação das *joint ventures*. O facto dos estudos empíricos não terem concluído inequivocamente por um dos métodos para consolidação de *joint ventures* faz deste tema uma área de investigação na qual é útil a realização de estudos adicionais, principal motivação para o desenvolvimento do presente estudo, em particular ao nível das consequências informacionais da *IFRS 11*, aferidas a partir da *value relevance* da informação financeira, bem como das divulgações das componentes das *joint ventures* plasmadas na *IFRS 12*.

O enfoque no controlo dos ativos e passivos, que esteve na base da escolha do MEP pelo *IASB*, acabou por deixar de lado a imagem do desempenho transmitida pela demonstração dos resultados (Deloitte, 2008) e da demonstração dos *cash flows*. Estudos anteriores concluem, no entanto, que as diversas componentes do resultado líquido, *cash flows*, rendimentos e gastos e aumentam a capacidade previsional e a *value relevance* do resultado líquido (Bernard e Stober, 1989; Swaminathan e Weintrop, 1991), componentes essas que o MEP não fornece.

O impacto da alteração de normativo que será consubstanciada com a entrada em vigor da *IFRS 11*, ao nível do ativo, passivo, resultados e *cash flows* nos *venturers* que tenham anteriormente optado pelo PRO⁴ e as conclusões dos estudos referidos anteriormente deixam antever efeitos informacionais significativos. A adoção recente das *IAS/IFRS* pelo Canadá, por contraponto aos anteriores *Canadian GAAP* (*Canadian generally accepted accounting principles*) que preconizavam o uso do PRO e a desagregação dos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento das *joint ventures*, possibilitam recolher evidência empírica para investigar, no presente, a alteração expectável em termos de *value relevance* das variáveis contabilísticas, após a mudança de normativo em 2013. Possibilita ainda investigar se há perda de informação ao não serem consolidadas e ou divulgadas as componentes dos *cash flows* das *joint ventures*.

O presente estudo utilizará, pois, uma amostra de empresas cotadas canadianas, no período de 2004 a 2012, obrigadas, de 2005 até à conversão para as *IAS/IFRS*, em 2011, ao reconhecimento das *joint ventures* pelo PRO e à divulgação das componentes dos *cash flows*, ativos e passivos correntes e não correntes, assim como rendimentos e gastos dessas entidades.

As conclusões do estudo são relevantes não só do ponto de vista de investigação académica, mas também para os organismos emissores de normativos contabilísticos, assim como para todos os potenciais utilizadores das demonstrações financeiras em *IAS/IFRS*, numa perspetiva de análise financeira destes modelos de negócio e das potenciais consequências da *IFRS 11* para os *venturers* que tenham anteriormente optado pelo PRO.

Estudos empíricos têm analisado a *value relevance* do resultado líquido das *joint ventures* e da desagregação dos seus rendimentos e gastos como um todo, assim como a relevância dos *cash flows*, mas não especificamente os dos *venturers*. Contudo, empiricamente, a significância do efeito do MEP nos *cash flows* dos *venturers* e da desagregação das componentes de *cash flows*, entre operacionais, de investimento e de financiamento ao nível das *joint ventures* não foi, até agora, objeto de estudo, admitindo-se que este vazio na

⁴ No espaço europeu, de acordo com um *survey* reportado a 31 de Dezembro de 2005, incidindo sobre 199 empresas (EFRAG, 2012, com base num estudo da consultora KPMG), é expectável que os maiores efeitos ocorram em França e em Espanha, países que predominantemente utilizam o PRO, enquanto a Alemanha e o Reino Unido optam, em geral, pelo MEP.

literatura se deva ao facto daquela desagregação não ser exigível ao abrigo da IAS 31 e de outros normativos contabilísticos (*e.g.* US GAAP, UK GAAP, AASC). O presente estudo faz pois um contributo para a literatura a este nível.

Em substância, de uma forma “condensada” ou mais desagregada, os ativos líquidos e o resultado líquido apurados por cada um dos métodos são iguais, pelo que se intui não haver qualquer alteração de *value relevance* destas variáveis contabilísticas. Espera-se, contudo, que o estudo conclua que a alteração do método implique uma diminuição da valia informativa dos *cash flows* dos *venturers* e que a não desagregação dos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento das *joint ventures* se consubstancie numa perda de informação relevante para o investidor no âmbito da sua avaliação do *venturer*.

1.3 Estruturação do Estudo

O presente estudo encontra-se estruturado do seguinte modo:

No capítulo 2, apresentar-se-á o enquadramento teórico que serve de base à investigação realizada sobre os métodos – PRO e MEP. No capítulo 3 discute-se a problemática da consolidação das *joint ventures*, com referência aos argumentos constantes da literatura, a favor de cada um dos métodos alternativos, assim como sobre a relevância das divulgações da informação financeira das *joint ventures*.

O capítulo 4 aborda a metodologia utilizada no estudo empírico realizado, nomeadamente o desenho do modelo da investigação, acolhendo o capítulo 5 os critérios para a seleção da amostra, assim como as respetivas características.

No capítulo 6 são discutidos os resultados empíricos da investigação efetuada sendo as principais conclusões, contribuições, limitações e extensões apresentadas no capítulo 7.

Parte I - Enquadramento Teórico e Revisão de Literatura

2. Enquadramento Teórico do Método Proporcional e de Equivalência Patrimonial

The equity method of accounting for some investments is often criticized. Some question whether it provides helpful information to users, while others note the complexities and inconsistencies it creates when it interacts with other requirements in IFRS.
IASB (2013)

2.1 Introdução

O relato financeiro consolidado é um complemento das demonstrações financeiras individuais da empresa-mãe, permitindo a compreensão da posição financeira do conjunto das empresas que integram o grupo e redução dos custos de agência decorrentes dos conflitos de interesse entre a gestão e o acionista (Whittred, 1987; Hsu *et al.*, 2012). Com efeito, para fins externos, permitem dar a conhecer aos diversos *stakeholders* a realidade económica e financeira do conjunto das empresas que integram o grupo.

Desde há vários anos que se tem vindo a discutir quais os fatores determinantes da consolidação, assumindo-se que alguma forma de consolidação é melhor do que nenhuma, por permitir, em particular, uma imagem mais fiel da alavancagem do grupo e reduzir o risco de financiamentos *off-balance sheet* (e.g. Whittred, 1987; Bierman, 1992; Hsu *et al.*, 2012). A principal questão coloca-se, contudo, ao nível da consolidação dos interesses inferiores a 100%, de que fazem parte, nomeadamente, as *joint ventures* como entidades conjuntamente controladas.

Na secção 2.2 analisar-se-á a Teoria do Proprietário, a qual suporta a consolidação proporcional (PRO) deste tipo de interesses, sendo discutida, na secção 2.3, o enquadramento teórico do método alternativo, o método de equivalência patrimonial (MEP).

2.2 Enquadramento Teórico do Método Proporcional

2.2.1 Teoria do Proprietário

A consolidação toma como ponto de partida as contas individuais das empresas incluídas no grupo, procedendo-se, a partir dos respetivos registos, à sua integração de modo a serem

obtidas as contas consolidadas. Esta integração poderá ser total (ativos, passivos, rendimentos, gastos e *cash flows*), proporcional (proporção dos itens anteriores) ou apenas pela quota-parte dos ativos líquidos e do resultado líquido, se, neste último caso, se adotar o MEP (método de equivalência patrimonial) como método de consolidação. Esta questão será brevemente debatida na secção 2.3. O processo de elaboração das contas consolidadas obedece a regras e metodologias próprias, as quais são desenvolvidas com base em teorias ou doutrinas subjacentes ao conceito de grupo, nomeadamente as teorias assentes no conceito da entidade e do proprietário (Lefebvre, 2010).

Segundo o conceito da entidade, o grupo é concebido como uma entidade separada, isto é, como um conjunto de recursos financiados pelos detentores de capital e pelos credores. Consequentemente, qualquer sociedade que seja controlada pela empresa-mãe deve ser consolidada na sua totalidade, ainda que a sua participação seja inferior a 100% (Lefebvre, 2010), a denominada “consolidação total”. Os interesses dos detentores de capital não pertencentes ao grupo – interesses “não controlados” - reconhecidos no capital próprio deste não representam obrigações do grupo pelo pagamento ou distribuição de ativos a esses acionistas, os quais detêm apenas interesses residuais idênticos aos dos detentores majoritários. Assim, o principal problema subjacente a esta forma de consolidar pode resultar numa imagem errónea do nível de endividamento do grupo, registado a 100%, quando a empresa-mãe pode nem sequer ser responsável no caso de incumprimento por parte da subsidiária. Como forma de ultrapassar esta incongruência, foi desenvolvida a “consolidação proporcional”, considerada comparativamente mais relevante para os utilizadores da informação financeira (Bierman, 1992), ainda que todos os passivos do grupo possam não ser da responsabilidade da empresa-mãe.

De acordo com o conceito do proprietário, o grupo é entendido como se os proprietários do capital estivessem interessados na proporção dos ativos e responsabilidades do grupo que lhes pertencem. Esta teoria implica que as contas consolidadas sejam entendidas como uma extensão das contas da empresa-mãe acrescidas da quota-parte dos ativos, passivos, resultado líquido e *cash-flows* controlados, não sendo reconhecidos os interesses não controlados. É este conceito que está subjacente à consolidação proporcional por oposição ao conceito da entidade da consolidação integral (Borges *et al.*, 2005).

Bierman (1992) considera que este método elimina a necessidade de arbitrar quais os interesses a consolidar e reduz o montante do passivo face ao anterior conceito. Os direitos legais sobre os ativos e os *cash flows*, assim como as obrigações sobre os passivos, transcendem o processo de consolidação e seriam remetidos para as notas (Bierman, 1992).

2.2.1 Aplicabilidade à Consolidação das *Joint Ventures*

Há diversas formas de cooperação inter-organizacional, que vão desde os simples contratos “*arm’s-length*” às aquisições, onde a empresa-mãe tem controlo total sobre os ativos e passivos da participada, justificando a consolidação integral. Entre essas duas formas, encontram-se as *joint ventures*, em que os *venturers* mantêm a sua própria autonomia, partilhando apenas o controlo das respetivas operações (Lourenço e Curto, 2010). Esta forma de cooperação, menos dispendiosa do que uma aquisição, é considerada em determinadas circunstâncias tão eficiente quanto esta última, mas, como assenta num controlo conjunto, não há integração total dos ativos, passivos, rendimentos, gastos e *cash flows* (Moskalev e Swensen, 2006; Lourenço e Curto, 2010; Giner e Véron, 2012).

A aplicação da teoria do proprietário à consolidação das *joint ventures* e, em geral, de todas as formas de controlo conjunto reveste-se desde logo de uma indefinição: como consolidar uma obrigação partilhada ou um ativo parcialmente controlado, independentemente de uma maior ou menor interdependência na atividade (Giner e Véron, 2012). Este ativo representa um direito de uso, uma locação implícita ou um direito equivalente a um ativo intangível? Cada uma destas possibilidades tem implícita uma diferente mensuração e ou divulgação. Como os *venturers* detêm algum controlo sobre os ativos, passivos e operações, a consolidação proporcional (PRO) foi acolhida para a consolidação desses interesses não controlados, pelas vantagens enumeradas por Bierman (1992) referidas anteriormente.

Este método é, no entanto, criticado pelo facto de iludir o utilizador do relato financeiro ao fazer transparecer que o “pro-rata” dos ativos é controlado pelos *venturers* (Dieter e Wyatt, 1978). Assim, ao contrário do referido na estrutura concetual do IASB, num controlo conjunto, a entidade não controla unilateralmente o ativo em si, mas inclui-o no património do grupo juntamente com os ativos totalmente controlados. Uma variante deste método, defendida por Dieter e Wyatt (1978), o “*Gross Equity Method*”, foi preconizada no Reino

Unido através da *FRS 9*, em que o “pro-rata” dos ativos, passivos, resultado líquido e *cash flows* mais relevantes são apresentados separadamente dos itens controlados.

Não obstante, o PRO tem sido considerado como uma solução pragmática para o difícil problema da consolidação dos interesses não controlados (Deloitte, 2008). Considerado menos apropriado por alguns autores (*e.g.* Dieter e Wyatt, 1978; Bierman, 1992), um método alternativo para a consolidação das *joint ventures* tem sido o MEP. Discute-se na secção 2.3 como se impôs como método de consolidação sem assentar em nenhuma consolidação total ou proporcional de ativos, passivos, rendimentos, gastos e *cash flows*, fundamentada no “controle” ou em algum controle por parte da empresa-mãe.

2.3 Enquadramento Teórico do Método de Equivalência Patrimonial

2.3.1 Introdução

A *IFRS 11* entra em vigor em 2013, mas já se encontra previsto um projeto do *IASB* para avaliação do MEP em termos da sua relevância e complexidade. O MEP é um método que consiste na substituição, no balanço do grupo, do valor contabilístico das partes de capital detidas por este, pelo valor que proporcionalmente lhes corresponde nos ativos líquidos da entidade participada, sem qualquer tipo de integração linha a linha. Este método, ainda hoje, é criticado por não estar alicerçado numa lógica contabilística e ou legal, dado não ter implícito em si um ativo controlado, como um todo, pelo seu detentor.

Nesta secção, efetua-se uma breve referência à origem e aos fundamentos do MEP, de modo a tornar compreensíveis as reservas que lhe são colocadas quanto à sua aceitação como método de consolidação em geral, e consequentemente, das *joint ventures*, e enquadrar o novo projeto de avaliação do *IASB* (*IASB*, 2013). A aplicabilidade do MEP à consolidação das *joint ventures* será discutida no capítulo 3.

2.3.2 Racionalidade Contabilística do Método de Equivalência Patrimonial

Sob a forma de uma “substituto-consolidação”, o MEP foi, na fase embrionária da consolidação, nos anos 50 a 70, usado para a relevação de interesses controlados não

consolidados. Do ponto de vista teórico, ter-se-á tornado desnecessário e sem aplicabilidade com o desenvolvimento da consolidação integral, mantendo-se, no entanto, o MEP sob a forma de uma “semi-consolidação”, aplicável aos interesses não controlados (Nobes, 2002), de que fazem parte as *joint ventures*. Nesta forma menos consensual de “semi-consolidação” de interesses, em que não há um controlo efetivo, o MEP surge relacionado com o de *partnership* nas *joint ventures*, sendo ainda hoje usado na consolidação de contas sem, contudo, dar lugar a uma racionalidade contabilística explícita, a não ser a relevância e objetividade económica da informação relatada (Nobes, 2002). Com efeito, o grupo não controla nem os ativos líquidos, nem os resultados ou as políticas económicas e financeiras, o que torna difícil enquadrar conceitualmente o MEP como um método de consolidação, ainda que seja uma “semi-consolidação”.

Nobes (2002) argumenta, no entanto, que a partir de um determinado nível de interesse, há uma relação especial e uma influência nas decisões, significativa (no caso das associadas) ou conjunta (no caso das *joint ventures*), que devem ser espelhadas nas contas do grupo, pelo que o MEP será o mais apropriado para o efeito, perante a complexidade e subjetividade do apuramento do justo valor.

Ainda que inconsistente com a estrutura conceitual das *IAS/IFRS*, no que respeita ao controlo dos ativos líquidos, dos resultados e da política de dividendos, poder-se-á argumentar que, no caso de *joint ventures*, como veremos no capítulo 3, haverá controlo sobre a partilha dos lucros, dando maior aderência teórica a esta “consolidação” condensada numa só linha e à sua legitimidade como método de consolidação, pelo menos, no que toca a essas entidades (Nobes, 2002). A sua pouca sustentação na estrutura conceitual do normativo internacional e complexidade de interpretação da imagem transmitida pelo MEP estarão, assim, na base do projeto em curso, sobre a sua avaliação desenvolvido pelo *IASB*.

*

* *

Após uma súmula do enquadramento teórico do PRO e do MEP e os fundamentos teóricos para a sua aplicação à consolidação das *joint ventures*, discute-se no capítulo seguinte qual dos métodos é conceitualmente mais apropriado, PRO ou MEP e qual a decisão do *IASB* plasmada na *IFRS* 11 e na *IFRS* 12 sobre a problemática da consolidação das *joint ventures*.

3 Método de Equivalência Patrimonial na Consolidação das *Joint Ventures*

“We believe that the recognition of rights and obligations ensures that the accounting for joint arrangements captures the economic substance of the arrangements, thereby providing consistency in the accounting and resulting in enhanced comparability of financial statements” (IASB, 2011a).

3.1 Introdução

Há fundamentalmente três questões relacionadas com a consolidação das *joint ventures*: a sua definição, o método de consolidação a usar e, por fim, quais as divulgações importantes a efetuar, ou seja, qual o nível de desagregação relevante a proporcionar ao utilizador da informação financeira relativamente a estas entidades.

A exigência dos intervenientes nos mercados financeiros e de capitais por um acervo de normas de contabilidade convergentes e de aplicação internacional, que facilite a comparabilidade do relato financeiro fazia antever alterações normativas por parte do IASB ao nível da consolidação das *joint ventures*. Na IAS 31, em vigor até 2013, há a opção de consolidar este tipo de investimentos pelo método proporcional (PRO) ou, em alternativa, apresentá-los consolidados pelo método de equivalência patrimonial (MEP). Da escolha de uma ou outra destas soluções resulta, no espaço europeu, a existência de diferenças significativas no relato financeiro que podem colocar em causa a comparabilidade da informação. Em contrapartida, o normativo americano (*US GAAP*) obriga ao uso do MEP, sendo apenas permitida a consolidação proporcional nos setores petrolífero e da construção, o que não se coaduna com o normativo internacional.

Em prol da qualidade do relato financeiro, o IASB decidiu extinguir a opção entre o PRO e o MEP e impor apenas este último através da IFRS 11, de forma a permitir que as operações conjuntas e as *joint ventures* sejam relevadas numa base consistente (IASB, 2011b) melhorando a compreensão e comparabilidade de tal relato entre as diversas jurisdições, numa ótica de uniformidade de aplicação de políticas contabilísticas. No entanto, é reconhecida pelo próprio IASB a complexidade da interpretação deste método (IASB, 2013), colocando dúvidas sobre as consequências da IFRS 11 em termos da utilidade da informação produzida para o investidor.

Far-se-á um breve resumo comparativo do novo normativo, a *IFRS 11*, face ao anterior, a *IAS 31*, na secção 3.2, incluindo a definição de uma *joint venture*. A revisão da literatura sobre a aplicação do PRO e do MEP à consolidação das *joint ventures*, incluindo os argumentos a favor e contra cada um dos métodos, é efetuada na secção 3.3, sendo sistematizados na secção 3.4 os estudos focalizados na *value relevance* das divulgações das *joint ventures*.

3.2 As *Joint Ventures* e o Normativo do IASB – Classificação e Consolidação

No anterior normativo (*IAS 31*), havia a opção de consolidar pelo PRO ou pelo MEP as entidades conjuntamente controladas, então recorrentemente designadas de *joint ventures*, bastando, para isso, que estas tivessem forma societária, em contraponto aos ativos e operações conjuntamente, controlados consolidados pelo PRO. A falta de consenso sobre o método mais adequado para a consolidação das *joint ventures* conduziu à predominância do MEP na *IFRS 11*, acompanhada por um incremento substancial das divulgações na *IFRS 12*. O ponto-chave do novo normativo assenta no facto da estrutura deixar de determinar, por si só, qual o método de consolidação. São os direitos e obrigações das partes no acordo conjunto a determinarem a classificação e, indiretamente, a forma de consolidar.

A *IFRS 11* introduz explicitamente a terminologia anteriormente usada, “*joint venture*”, agora como um *sub-set* dos acordos conjuntos, nos quais, pelo menos duas partes devem ter controlo conjunto, consubstanciado num acordo de partilha de controlo que requer decisões unânimes sobre as atividades relevantes objeto do acordo. Num acordo classificado como *joint venture*, as partes têm apenas direitos sobre os ativos líquidos do acordo, por oposição a uma operação conjunta, em que as mesmas têm direitos sobre os ativos e obrigações pelos passivos relacionados com o respetivo acordo.

A classificação do tipo de acordo conjunto entre “operação conjunta” e “*joint venture*” assume agora particular relevância, no que à sua representação contabilística diz respeito. As primeiras são consolidadas pelo PRO e as *joint ventures* pelo MEP. Os principais efeitos da *IFRS 11*, objeto deste estudo, são esperados que ocorram ao nível das entidades conjuntamente controladas, cujos *venturers* tenham anteriormente optado consolidar pelo PRO, tendo em conta que, maioritariamente, irão ser classificadas no novo normativo como *joint ventures* (EFRAG, 2012).

Em alternativa ao MEP, o método de consolidação poderia depender do tipo de *joint venture* ou ter aplicação diferenciada na posição financeira e nos resultados consoante as características específicas de cada indústria (AICPA, 1979). De facto, há indústrias com peso significativo desse tipo de interesse, por exemplo, os setores petrolíferos e da construção (AICPA, 1979; Moskalev e Swensen, 2006), em que o “*core business*” passa por *joint ventures* ou apenas alianças estratégicas¹ de cooperação. Nestes setores, as *joint ventures* serão do tipo, “*Link Jointly Controlled Entities (Link JCE)*” em contraponto à “*Scale Jointly Controlled Entities (Scale JCE)*” (Hennart, 1988; Lourenço e Curto, 2010). Na primeira predomina uma cooperação heterogénea de setores diferentes em que cada parte contribui de forma complementar para o desenvolvimento de determinados negócios ou projetos e o envolvimento na gestão diária dos mesmos. Por contraposição, numa *Scale JCE*, o controlo conjunto representa antes uma forma de garantia de um determinado investimento com menor envolvimento na gestão (Hennart, 1988; Lourenço e Curto, 2010). Aliás, Lourenço e Curto (2010) concluem que um dos determinantes da escolha do método permitida pela IAS 31 é o tipo de *joint venture*, PRO para as *Link JCE* e MEP para as *Scale JCE*. No entanto, essa não foi a decisão do IASB.

Depois de um intenso debate internacional de mais de 20 anos, o IASB assumiu a posição de Reklau (1978) e parcialmente do FASB (Kothavala, 2003). O PRO deve ser usado quando, em substância, os *venturers* adquirem o direito sobre os ativos da *joint venture* e assumem responsabilidade pelo “pro-rata” do seu passivo, desagregando nas notas os montantes dos seus ativos, passivos e resultados (Reklau, 1978). Nas restantes situações, o método mais apropriado será o MEP com extensas desagregações das componentes do resultado, do balanço e dos *cash flows* das *joint ventures*, tal como recomendado pelo FASB em 1999, na publicação, “*Reporting Interests in Joint Ventures and Similar Arrangements*”, citada por Kothavala (2003).

Tais desagregações, com exceção dos *cash flows*, encontram-se plasmadas na IFRS 12, a qual obriga a que, relativamente às *joint ventures* materiais², para além das divulgações já exigidas

¹ Entende-se alianças estratégicas, como toda a forma de cooperação, desde consórcios a parcerias contratualizadas, sem forma jurídica autonomizada, ou seja, sem sociedade-veículo constituída com o objetivo de “partilhar” um determinado negócio.

² A norma não determina o nível de materialidade subjacente a estas divulgações, ao contrário, por exemplo da FRS 9 no Reino Unido até 2005 (ASB, 1997).

pela IAS 31, ou seja, para além dos ativos e passivos correntes e não correntes, do total de rendimento e do resultado líquido do período, sejam ainda divulgadas as disponibilidades, o passivo financeiro, as amortizações e depreciações do período, assim como os resultados financeiros e o imposto sobre o rendimento.

Estudos empíricos divergentes e inconsistentes acerca de qual o melhor de consolidação das *joint ventures*, PRO ou MEP, suportavam a opção permitida pela IAS 31. O MEP, não recomendado na IAS 31, agora preferido pelo IASB, tem sido considerado como uma solução pragmática para resolver a inconsistência com a estrutura concetual das IAS/IFRS provocada pelo uso do PRO (Giner e Véron, 2012) perante a complexidade da problemática da consolidação de interesses onde o grupo tem mais do que influência significativa mas não controla³ (Deloitte, 2008).

3.3 MEP ou PRO: Argumentos a Favor e Contra cada um dos Métodos

Tendo controlo conjunto, os *venturers* não têm o poder de controlar a sua quota-parte nos ativos líquidos da *joint venture*. Como tal, o controlo conjunto subjacente ao conceito de *joint venture* mais não será do que influência significativa (Graham *et al.*, 2001). Não existindo controlo sobre os ativos, nem nenhuma obrigação sobre os passivos da *joint venture*, a posição financeira dos *venturers* vem distorcida e é de mais complexa interpretação face aos direitos e obrigações apresentados numa só linha pelo MEP (Dieter e Wyatt, 1978; Bierman, 1992). O risco de financiamentos “*off balance sheet*” dos *venturers* de que resulta não consolidar os passivos da *joint venture*, principal crítica ao MEP, é mitigado pelas divulgações dos montantes associados aos passivos das *joint venture* (Bierman, 1992). Por sua vez, os opositores do MEP argumentam que este é, em substância, uma consolidação proporcional, ainda que “condensada” numa linha do balanço e da demonstração dos resultados, pelo que o debate dos últimos anos não deixa de ser em torno das variações de um mesmo método (AICPA, 1979).

³ O próprio IASB reconhece que existem diferenças substanciais entre associadas e *joint ventures*, ou seja, entidades com influência significativa e controlo conjunto, tendo, para realçar essa diferenciação incrementado as divulgações relativamente a cada tipo de entidades.

A natureza e as características diferenciadoras das *joint ventures* face às associadas sugerem, no entanto, um tratamento contabilístico diferenciador (Soonawalla, 2006), sem, no entanto, ser consensual na literatura qual o melhor método. Uns estudos concluem por uma maior relevância da informação consolidada pelo PRO (*e.g.* Graham *et al.*, 2001; Stoltzfus e Epps, 2005, Bauman, 2007; Richardson *et al.*, 2012) e das divulgações adicionais (*e.g.* Kothavala, 2003; Soonawalla, 2006; O’Hanlon e Taylor, 2007; Richardson *et al.*, 2012) face ao MEP, para explicar o retorno de capital, os prémios de risco de mercado, os *ratings* das obrigações (“*risk relevance*”) ou “*value relevance*” dos ativos, passivos e resultados das *joint ventures*. Outros estudos, ainda que em menor número, concluem pelo MEP (Kothavala, 2003; Stoltzfus e Epps, 2005).

Os critérios subjacentes à escolha de determinada solução contabilística pelo IASB – como é o caso do MEP na IFRS 11 – constantes da estrutura concetual das normas produzidas por aquele organismo, apoiam-se na relevância e fiabilidade do relato financeiro (Barth *et al.*, 2001b). Não será assim de estranhar que os estudos de *value relevance* sejam dos mais utilizados na investigação desenvolvida nesta área da contabilidade (Hsu *et al.*, 2012; Barth *et al.*, 2001b; Hail, 2013), e, em particular, no que respeita à consolidação de *joint ventures*.

Aqueles estudos utilizam o valor das ações como *benchmark* do valor da empresa para analisar em que medida a informação financeira relatada é útil ao investidor e é por este refletida na avaliação da empresa⁴. Numa visão econométrica, uma variável *value relevant* contempla uma associação preditiva com o preço de mercado dos títulos, ou seja, existe, não um efeito causal, mas uma associação significativa entre essa variável e o preço (Barth *et al.*, 2001, Elhamawy e Habib, 2009). As cotações refletem em si as variáveis contabilísticas se ambas estiverem correlacionadas (Barth *et al.*, 2001b). Na perspetiva do credor, o que se acaba de referir é aplicável aos estudos de *risk relevance*, na medida em que a cotação é substituída por uma medida de risco associada à entidade em estudo.

Graham *et al.* (2001), partindo de dados consolidados em PRO e transformando-os em MEP, aos quais chamam de “pro-forma” estudaram a influência dos montantes consolidados pelo

⁴ Existem outras métricas ligadas ao mercado de capitais, tais como os volumes transacionados, que poderiam ser utilizadas para um estudo de relevância. No entanto, essa abordagem empírica não foi, até agora, tão desenvolvida como os estudos de *value relevance* (Hsu *et al.*, 2012).

PRO face ao MEP na previsibilidade do retorno de capital, medindo as diferenças no poder explicativo incremental dos rácios *DuPont*, calculados por cada um daqueles métodos, na previsão do retorno futuro do capital face ao retorno do período corrente. Os autores concluíram por uma relação mais significativa entre o retorno de capital corrente e o retorno do ativo, o nível de alavancagem e a margem bruta do período anterior, quando é usado o PRO.

Richardson *et al.* (2012) demonstraram empiricamente um declínio de *value relevance* dos ativos e passivos dos *venturers* após a alteração do normativo canadano em 1995, o qual, ao contrário do *IASB*, obrigou a adoção do PRO a partir dessa data, para as empresas que tinham anteriormente optado pelo MEP. Este estudo concluiu, assim, sobre as implicações de uma alteração do método de consolidação, mas por obrigatoriedade normativa. Os autores justificam esse declínio pela arbitrariedade do PRO, dada a alteração do *mix* dos ativos e passivos das *joint ventures* no balanço dos *venturers* decorrente da aplicação do novo método. Verificaram, contudo, alteração da *value relevance* do resultado no sentido contrário, superior aos *venturers* que mantiveram o PRO.

No que diz respeito especificamente ao resultado líquido, há ainda evidência empírica do poder explicativo incremental da desagregação das suas componentes, rendimentos e gastos, para além do resultado líquido em si (*e.g.* Bernard e Stober, 1989; Swaminathan e Weintrop, 1991). Margens líquidas negativas, indiciadoras de despesas em excesso e ou ineficiências, aumentam, nomeadamente, o risco da empresa e a probabilidade de *default* (Kothavala, 2003), sugerindo, também por isto, que o PRO, com integração linha à linha das componentes dos resultados, seja o método de consolidação mais adequado, pelo menos relativamente ao resultado.

Numa perspetiva de *risk relevance*, os estudos apresentam também evidência empírica divergente e inconclusiva quanto à melhor forma de consolidar. Bauman (2007), através de uma amostra de empresas industriais americanas, demonstra empiricamente que os ativos, os passivos e as medidas financeiras – margem bruta, retorno do ativo e volatilidade das vendas – apurados pelo PRO têm maior relevância em termos de risco do que os apurados pelo MEP no que diz respeito à capacidade explicativa dos *ratings* das obrigações emitidas,

independentemente de serem ou não dadas garantias do *venturer*. Stoltzfus e Epps (2005), evidenciam que os valores contabilísticos apurados pelo PRO são mais significativamente associados com os *ratings* das obrigações apenas quando os *venturers* prestam garantias às *joint ventures*, concluindo, assim, que o PRO é mais relevante para os investidores, e, em particular, para os credores, quando existem garantias prestadas pelos *venturers*. Anteriormente, Kothavala (2003), tendo por base uma amostra de empresas canadianas, mais heterogénea segundo Bauman (2007), e utilizando dois *benchmarks* do risco de mercado, a volatilidade das cotações e o *rating* de crédito *Standard & Poor's*, concluiu por uma maior *risk relevance* dos ativos e passivos quando é usado o MEP. Porém, usando como *benchmark* do risco de mercado a volatilidade das cotações, é o PRO que tem subjacente maior *risk relevance*.

Assim, dependendo dos *players* no mercado, investidores ou credores, a evidência empírica não é clara quanto ao melhor método de consolidação, parcialmente devido ao uso diferenciado do relato financeiro por cada um dos *players*. Outra questão relacionada com a consolidação das *joint ventures* tem sido qual a informação a divulgar relativamente a estas entidades.

3.4 MEP e PRO: Divulgações dos Dados Contabilísticos das *Joint Ventures*

A relevância das divulgações, independentemente do método de consolidação, tem sido aceite na literatura, em especial, com o intuito de identificar quais as *joint ventures* e quais as associadas (*e.g.* Kothavala, 2003; Soonawalla, 2006; O'Hanlon e Taylor, 2007), assim como numa perspetiva de diminuição da assimetria da informação (Healy e Palepu, 2000). Esta identificação assume particular relevância a partir de 2013 com a entrada em vigor da *IFRS* 11 e da *IFRS* 12, tendo em conta que as associadas e as *joint ventures* passam a ser ambas consolidadas pelo MEP.

A informação a divulgar tem sido empiricamente investigada através de testes de *incremental value relevance*, os quais surgem frequentemente na investigação de temas, como a análise de *value relevance* da informação constante das notas às demonstrações financeiras (Biddle *et al.*, 1995). *Incremental* significa, assim, avaliar o poder explicativo de uma variável para além do poder explicativo de outra, ou seja, se a relevância das variáveis juntas é maior do

que uma apenas uma delas. A título de exemplo de estudos desta natureza, pode referir-se para além da desagregação dos dados das *joint ventures* destinada ao investidor interessado nos *venturers*, a relevância valorativa incremental do volume de negócios, para além do poder explicativo do resultado em si, atendendo ao facto daquela variável estar associada a um bom desempenho por parte dos investidores (Swaminathan e Weintrop, 1991 e Biddle *et al.*, 1995).

Dada a incerteza e riscos de negócio associados a muitos projetos levados a cabo através de *joint ventures* (Hennart e Reddy, 1997), a divulgação dos montantes contabilísticos associados a estas entidades é importante para a compreensão dos riscos e benefícios a elas associados (Stoltzfus e Epps, 2005). De modo particular, esta divulgação é importante em setores de atividade em que uma grande parte do negócio passa por *joint ventures* (Graham *et al.*, 2001) e nos casos em que estas pertençam a setores de atividade diferentes, independentemente do método de consolidação ser o PRO ou o MEP (Kothavala, 2003). Por outro lado, dado o diferente nível de controlo entre subsidiárias, *joint ventures* e associadas, respetivamente, controlo total, controlo conjunto e influência significativa, a falta de informação desagregada pode comprometer a relevância de cada uma para o investidor pelo impacto diferenciador em termos de riscos e benefícios do negócio (Soonawalla, 2006).

Na perspetiva dos organismos emissores de normas contabilísticas, o reconhecimento e a divulgação têm sido entendidos como tratamentos contabilísticos alternativos (Ahmed *et al.*, 2006), ainda que, de acordo com a estrutura concetual do IASB, divulgar não substitui o reconhecimento de um item, quando este cumpre com os respetivos critérios. Nesta perspetiva, poder-se-ia argumentar que o método de consolidação das *joint ventures* seria irrelevante, desde que fossem efetuadas divulgações adequadas. No entanto, como fatores negativos associados ao reconhecimento *versus* divulgações, a literatura existente refere custos elevados de processamento de informação, associados à complexidade da recolha e análise de informação apenas divulgada (Barth *et al.*, 2001a). É ainda referida atenção reduzida às divulgações por parte dos investidores, assim como uma menor fiabilidade percecionada por estes últimos (Ahmed *et al.*, 2006). Nem toda a informação *value relevant* está contida, por exemplo, no resultado líquido. Alguma informação relevante é também, ou apenas, divulgada (Barth *et al.*, 2001a).

Face ao exposto, testar empiricamente os efeitos do reconhecimento *versus* divulgações não é uma tarefa simples (Ahmed *et al.*, 2006; Jifri e Citron, 2009), tendo sido assumido, nos diversos estudos de *incremental value relevance* das divulgações dos dados das *joint ventures*, a hipótese de um mercado eficiente e conhecedor. Dados os fatores negativos explanados acima, é expectável que o reconhecimento de um item faça incrementar o seu poder explicativo sobre o preço de mercado (Barth *et al.*, 2001a; Jifri e Citron, 2009). Os testes de *value relevance* das divulgações das *joint ventures* assumem, no entanto, que, em termos de substância sobre a forma, os mercados incorporam toda a informação divulgada, independentemente desta ser apresentada na face das peças contabilísticas ou nas notas às mesmas (Kothovala, 2003).

Há assim evidência empírica de que, ainda que saldos e fluxos sejam integrados, a desagregação dos dados relativos às *joint ventures*, ou seja a divulgação dos seus ativos, passivos, rendimentos e gastos, aumenta significativamente o poder explicativo em termos de *value relevance* (*e.g.* Lim *et al.*, 2003; Kothavala, 2003; Bauman, 2003; Soonawalla, 2006; O'Hanlon e Taylor, 2007, Richardson *et al.*, 2012). A maior parte destes estudos recai sobre amostra de *venturers* americanos ou canadianos, com exceção do estudo de Lim *et al.* (2003), o qual evidencia uma diminuição da assimetria da informação em Singapura, a partir de 1995, após o aumento das divulgações das *joint ventures* exigidas pela IAS 31.

Kothavala (2003) investiga para uma amostra de empresas canadianas o poder explicativo incremental em termos de *risk relevance* das divulgações dos ativos, passivos e resultado das *joint ventures* consolidadas pelo MEP, tendo concluindo por uma perda de informação relevante, caso estes montantes não sejam desagregados.

Tal como Stoltzfus e Epps (2005), também Lourenço *et al.*, (2011) verificam empiricamente que o mercado interpreta os dados das *joint ventures* como fazendo parte dos ativos e passivos dos próprios *venturers*, independentemente do método. Nestas circunstâncias, a remissão para notas de ativos e passivos das *joint ventures* pode comprometer a avaliação da posição financeira dos *venturers*.

O'Hanlon e Taylor (2007) concluem, por sua vez, que, desde que os passivos dos interesses consolidados pelo MEP sejam devidamente divulgados e separados entre interesses com influência significativa (associadas) e *joint ventures*, a obrigatoriedade do MEP no normativo internacional não reduz significativamente a qualidade da informação relativa aos passivos das *joint ventures*.

Soonawalla (2006) focaliza-se nas componentes do resultado líquido, rendimentos e gastos das *joint ventures* e, em particular, se existe perda de informação em termos de *value relevance* nos *US GAAP*, por não exigirem divulgação das referidas componentes contabilísticas relativamente às *joint ventures* consolidadas a MEP. O diferencial entre o valor da empresa e os ativos líquidos contabilísticos refere-se ao potencial de crescimento daquela medido pelos ativos não reconhecidos e ao diferencial entre o custo histórico e o justo valor dos ativos reconhecidos. O resultado líquido, incluindo rendimentos e gastos referentes aos ativos não mensurados, consubstancia, assim, uma *proxy* desse potencial (Black, 1998). Com base numa amostra de empresas canadianas e inglesas nos períodos de 1995-2000 e 1997-2000, respetivamente, em que os respetivos normativos obrigavam à divulgação dessas componentes, ao contrário do *US GAAP*, a autora conclui pela *value relevance* incremental da divulgação dos rendimentos e gastos, e, consequentemente, informação útil sobre as *joint ventures* não é fornecida ao investidor.

3.5 Síntese

Em resumo, tem sido amplamente discutido, desde os anos 60, qual o método de consolidação conceitualmente mais apropriado para as *joint ventures*, MEP ou PRO, assim como quais as divulgações a efetuar. Os diversos estudos empíricos em torno do tema sugerem que nenhum dos métodos se adapta ao modelo de negócio das *joint ventures*, cujas características podem ser muito diferentes (Hennart, 1988), embora seja recolhida maior evidência a favor do PRO (Tiron-Tudor e Muller, 2009). Dieter e Wyatt (1978) já argumentavam que nem o PRO nem o MEP reproduziam os riscos e benefícios associados às *joint ventures*, sem que tivesse havido na literatura sobre a matéria nenhuma investigação desenvolvida no sentido de ser testado um método alternativo. Em contrapartida, foi tornado obrigatório o uso do MEP e incrementado substancialmente o nível de divulgações sobre as *joint ventures*, sugerindo uma agregação do reconhecimento na face das peças contabilísticas

em prol de uma desagregação nas notas do “pro-rata” dos ativos, passivos, rendimentos e gastos.

Os diversos estudos têm-se, contudo, focalizado na informação dos ativos, passivos, rendimentos e gastos das *joint ventures*, a qual, ao longo dos anos, independentemente do método de consolidação usado, tem sido requerida pelos principais normativos. Contudo, sempre deixaram de fora, o estudo de *value relevance* dos *cash flows* das *joint ventures*. Ora, mesmo depois da substituição do mapa de origem e aplicação de fundos pela demonstração dos *cash flows*, diversos estudos demonstram a relevância de serem desagregados, em complemento ao resultado líquido, os *accruals* e os *cash flows* operacionais (*e.g.* Bernard e Stober, 1989; Dechow, 1994; Barth *et al.*, 1999; Li *et al.*, 2009; Cheng e Hollie, 2005; Akbar *et al.*, 2011), assim como a relevância dos *cash flows* de investimento (Black, 1998; Penman e Yehuda, 2004) e de financiamento (Black, 1998). O presente estudo procurará, por conseguinte, colmatar essa lacuna da literatura.

Parte II – Um Estudo Prospetivo a partir do Caso Canadano

4 Metodologia da Investigação e Desenvolvimento das Hipóteses

“Enhanced verifiability and understandability – The accounting for joint arrangements in accordance with IFRS 11 will reflect more faithfully the underlying substance of the arrangements.” (IASB, 2011b)

4.1 Introdução

Os determinantes do método de consolidação das *joint ventures*, doravante assentes nos direitos sobre os ativos e obrigações pelos passivos implícitos num acordo conjunto, como discutido no capítulo anterior, permitem uma melhor compreensibilidade da informação proporcionada (IASB, 2011b). Contudo, a eliminação do método proporcional (PRO) não encontra suporte nem na literatura revista no capítulo anterior, nem nos comentários à *Exposure Draft (ED)* 9 (Tiron-Tudor e Muller, 2009).

Este enfoque no controlo dos ativos e na obrigação pelos passivos, embora não tenha impacto nos ativos líquidos e resultado dos *venturers*, pode, contudo, ter efeitos significativos ao nível do desdobramento das diversas rubricas do balanço e da demonstração dos resultados e, por conseguinte, na *value relevance* das mesmas, potencialmente colmatada pelas notas adicionais da *IFRS* 12. Contudo, tal não se verifica ao nível da demonstração dos *cash flows*, sendo que os *venturers* passam a não relatar de todo os *cash flows* das *joint ventures*, nem constam das notas a divulgar.

Nos capítulos anteriores foram apresentados os conceitos essenciais a este estudo sobre os dois métodos de consolidação das *joint ventures*, o MEP (método de equivalência patrimonial) e o PRO, e discutido o respetivo enquadramento na literatura sobre o tema. Neste capítulo discute-se a metodologia a usar e as hipóteses a testar no sentido de investigar as consequências prospetivas da *IFRS* 11 em termos de *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado, o efeito do MEP nos *cash flows* dos *venturers*, assim como a potencial perda de informação útil da não divulgação pelos *venturers* dos *cash flows* das suas *joint ventures*. Na secção 4.2 desenvolve-se a apresenta-se o conjunto de hipóteses de investigação que serão testadas empiricamente; na secção 4.3 propõe-se a metodologia de análise a utilizar para testar tais hipóteses, bem como se explicitam as variáveis dos modelos; finalmente, na secção 4.4, define-se a amostra e apresentam-se as estatísticas descritivas.

4.2 Desenvolvimento das Hipóteses de Investigação

Consequências da IFRS 11 – Value Relevance dos Ativos Líquidos e do Resultado

A evidência empírica, discutida no capítulo 3, tem demonstrado a *value relevance* da informação preparada sob cada um dos métodos, PRO ou MEP (*e.g.* Kothavala, 2003; Bauman 2007), concluindo-se, contudo, que as principais diferenças entre os dois métodos estejam ao nível dos ativos e dos passivos dos *venturers* (Richardson *et al.*, 2012). Como o MEP pode ser visto, em substância, como uma consolidação proporcional, ou seja, como equivalente ao PRO, ainda que “condensada” numa linha do balanço e da demonstração dos resultados (Tiron-Tudor e Muller, 2009), não são esperadas alterações em termos de *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado líquido¹ decorrentes da obrigatoriedade do MEP após a entrada em vigor da IFRS 11 para os *venturers* que tenham anteriormente optado pelo PRO.

Formula-se assim a primeira hipótese de investigação:

H₁: Espera-se que a alteração do quadro normativo relativo à consolidação de joint ventures da IAS 31 para a IFRS 11 não tenha impacto na utilidade da informação financeira dos venturers, que tenham optado anteriormente pelo PRO, aferida a partir da value relevance dos ativos líquidos e do resultado.

Consequências da IFRS 11 – Value Relevance dos Cash Flows Consolidados

No que diz respeito à demonstração dos *cash flows*, não há, no MEP, nenhuma consolidação agregada dos *cash flows* das *joint ventures*. Os *venturers* passam apenas a apresentar os *cash flows* das suas próprias atividades e não a quota-parte dos das *joint ventures*.

¹ Em rigor, poderá não ser bem assim: por exemplo, a capitalização de custos com empréstimos obtidos (IAS 23) não é aplicável a ativos mensurados a MEP; a eliminação do PRO pode provocar distorções ao nível das partes que se encontram numa posição líquida passiva, tendo em conta que no MEP apenas é reconhecida a parte dos prejuízos acumulados acima do interesse na *joint venture*, caso haja obrigação de os cobrir.

Importa, em primeiro lugar, clarificar os conceitos de *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento. Os *cash flows* operacionais equivalem ao resultado líquido ajustado das variações de fundo de maneio e das diversas estimativas contabilísticas (*accruals*). Para suportar as operações e crescimento a longo prazo, a sustentabilidade dos *cash flows* operacionais reveste-se de extrema importância, dado fornecer informação sobre a capacidade da empresa em gerar fundos internamente para aproveitar as suas oportunidades de crescimento (Black, 1998). Por sua vez, os *accruals* assumem um papel importante tanto na previsibilidade dos *cash flows* futuros (*e.g.* Dechow, 1994; Biddle *et al.*, 1995; Barth *et al.*, 1999; Elhamawy e Habib, 2009) como em termos de redução da assimetria da informação entre a empresa e os diversos *stakeholders*, tendo em conta que os gestores possuem mais e melhor informação no que diz respeito à situação presente e perspetivas futuras da empresa, refletindo-a nos *accruals* (Dechow, 1994; Li *et al.*, 2009). Os estudos sobre a desagregação do resultado líquido em *cash flows* operacionais e *accruals* (*e.g.* Barth *et al.*, 1999; Akbar *et al.*, 2011; Davis-Friday e Gordon, 2002) concluem pela sua relevância informativa, não sendo, no entanto, consistentes quanto à *value relevance* relativa de cada.

O crescimento das empresas tem subjacente que o financiamento através dos *cash flows* operacionais necessita de ser complementado, quase sempre, pelos fluxos associados às atividades de financiamento e de investimento, que têm, desta forma, indiretamente, impacto na avaliação da empresa (Black, 1998; Penman e Yehuda, 2004). Os *cash flows* de financiamento fornecem informação sobre a fonte e remuneração dos fundos alheios e os *cash flows* de investimento, sobre os investimentos em capital fixo. Dependendo do estágio de vida da empresa, os *cash flows* de investimento e de financiamento podem ser mais ou menos importantes no desenvolvimento das oportunidades de crescimento, pelo que têm relevância informativa adicional face ao resultado líquido (Black, 1998; Penman e Yehuda, 2004).

As variáveis contabilísticas agregadas que tornem a informação menos útil para a avaliação da empresa por parte do investidor têm um impacto negativo na *value relevance* das demonstrações financeiras (Barth *et al.*, 2001a). A desagregação do resultado dos *venturers* entre *accruals* e *cash flows*, ou de apenas uma das componentes, sendo a outra obtida por diferença, assim como os *cash flows* de investimento e de financiamento, é assim uma

informação útil para o investidor na avaliação dos *venturers*, em particular, quando um peso significativo do negócio passa por *joint ventures* (Reuer, 1997).

A evidência empírica, discutida no capítulo 3, sobre a *value relevance* dos ativos, passivos, dos *venturers* em ambos os métodos, assim como da desagregação dos resultados e dos *cash flows* atrás discutida, e que o MEP não contempla, permitem, por isso, esperar uma perda de *value relevance* dos *cash flows* consolidados dos *venturers* em MEP (*IFRS 11*) face ao PRO.

O anteriormente referido permite formular a segunda hipótese de investigação:

H₂: Espera-se que, na sequência da adoção da IFRS 11, os venturers que tenham optado pelo PRO na IAS 31, verifiquem um impacto negativo na value relevance dos seus cash flows operacionais, de investimento e de financiamento consolidados.

IFRS 12 - Value Relevance Incremental dos Cash Flows das Joint Ventures

Recordando, a obrigatoriedade do MEP constante da *IFRS 11* foi acompanhada por um incremento de divulgações dos dados contabilísticos das *joint ventures* (*IFRS 12*), as quais não incluem os seus *cash flows*. Como se teve oportunidade de discutir na hipótese anterior, os *cash flows* operacionais, de financiamento e de investimento, em geral, parecem ter poder explicativo na avaliação do *venturer*.

Por outro lado, dada a incerteza e riscos de negócio associados aos projetos levados a cabo através de *joint ventures* (Hennart e Reddy, 1997; Lourenço *et al.*, 2011), conhecer os montantes dos seus ativos, passivos, rendimentos e gastos tem sido considerado *value relevant* para o investidor, tal como descrito no capítulo 3. Conjugando com a *value relevance* dos *cash flows* referida acima, intui-se que a divulgação dos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento das *joint ventures* sejam incremental *value relevant* para além da dos seus ativos líquidos e resultado líquido, já anteriormente exigida pela IAS 31, independentemente do método ser PRO ou MEP.

Sintetizam-se estas ideias na última hipótese de investigação deste estudo:

H₃: Espera-se que as divulgações dos cash flows operacionais, de financiamento e de investimento das joint ventures tenham na avaliação dos venturers poder explicativo incremental ao dos cash flows consolidados, dos ativos líquidos e do resultado líquido, em MEP e em PRO, e, como tal, deveriam ser exigidas pela IFRS 12.

4.3 Modelo de Análise

A exemplo do que é corrente em estudos da natureza do presente, para testar as hipóteses de investigação apresentadas na secção anterior, utilizar-se-á um modelo que estabelece uma relação linear entre a cotação da ação dos *venturers* e variáveis representativas de saldos e fluxos de informação financeira (ativos líquidos, resultado líquido do período e *cash flows*) (Ohlson, 1995; Ohlson, 1999; Barth *et al.*, 2001; Barth *et al.*, 2009; Hsu *et al.*, 2012). Trata-se de um modelo do tipo “Ohlson (1995)”, que configura uma descrição parcimoniosa do *mapping* entre os dados contabilísticos² e o valor de mercado da empresa, e que pressupõe que a “outra informação” proposta por Ohlson não tem qualquer influência sobre os restantes parâmetros do modelo (Barth *et al.*, 1999) e é apreendida pelo termo residual.

Fundamentada a seleção do modelo base para testar as diversas hipóteses de investigação, apresenta-se de seguida o detalhe dos modelos para *H₁*, *H₂*, e *H₃*.

Teste da Value Relevance dos Ativos Líquidos e do Resultado (*H₁*)

Para testar a hipótese *H₁*, utilizar-se-á o seguinte modelo:

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{-v_{it}} + \alpha_2 BV_{-v_{it}} + \alpha_3 PRE + \alpha_4 PRE * NI_{-v_{it}} + \alpha_5 I + \alpha_6 I * NI_{-v_{it}} \quad (4.1)$$

$$+ \alpha_7 I * BV_{-v_{it}} + \alpha_8 I * PRE + \alpha_9 I * PRE * NI_{-v_{it}} + \sum_{j=1}^6 \alpha_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \alpha_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

²A componente, Resultado, no modelo de Ohlson refere-se ao resultado anormal, calculado com um determinado custo de capital sobre os ativos líquidos do período anterior. A exemplo de estudos anteriores (*e.g.* Soonawalla, 2006; Jifri e Citron, 2009) nos modelos agora propostos utilizar-se-á o resultado líquido reportado no período.

em que:

P_{it} - Valor de mercado do *venturer i* (capitalização bolsista), no ano t , no final do período de relato. A escolha da mensuração do valor de mercado à data do relato e não à data da sua apresentação deveu-se ao facto de se considerar que as cotações vão incorporando ao longo do período a informação da publicação de contas interinas e de outra informação regularmente tornada pública pelas empresas cotadas, sendo esta escolha consistente com outros estudos empíricos, quer para o Canadá (Soonawalla, 2006; Richardson *et al.*, 2012), quer para outras jurisdições (O’Hanlon e Taylor, 2007; Lourenço *et al.*, 2011);

NI_v_{it} - Resultado líquido do *venturer i*, no ano t , sem considerar as operações em descontinuação pelo seu carácter não recorrente (Ohlson, 1999; Jifri e Citron, 2009; Barth *et al.*, 1999; Ota, 2001; Li *et al.*, 2009). De forma consistente com a evidência apresentada na literatura (Soonawalla, 2006; Lourenço *et al.*, 2011; Richardson *et al.*, 2012), e como medida de desempenho correntemente aceite, espera-se que quanto mais elevado o resultado, maior seja o valor de mercado do *venturer i*, ou seja que o coeficiente associado à variável, NI_v seja positivo. Poder-se-ia argumentar que deveria ser considerado o rendimento integral e não o resultado líquido das atividades continuadas, tendo em conta que determinados *accruals* são excecionalmente tratados como rendimento integral e não no resultado líquido do período. No entanto, Ohlson (1999) demonstra que estes *accruals*, que denomina de “resultados transitórios” (“*transitory earnings*”) não são relevantes em termos de valor (Ohlson, 1999);

BV_v_{it} - Total dos ativos líquidos do *venturer i*, no ano t ; espera-se que quanto mais elevado o valor dos ativos líquidos contabilísticos, maior seja o valor de mercado do *venturer i*, ou seja que o coeficiente associado à variável, BV_v seja positivo;

PRE - Variável *dummy*, que pretende controlar a existência de *venturers* com prejuízos no ano t e assume o valor 1, caso o *venturer i* tenha reportado um prejuízo no ano t , ou 0 caso contrário. Justifica-se este controlo pelo facto da evidência na literatura sugerir que os prejuízos são menos sustentáveis do que os lucros (*e.g.* Barth *et al.*, 1999; Ota, 2001;

Lo, 2004, O’Hanlon e Taylor, 2007; Akbar *et al.*, 2011; Hsu *et al.*, 2012), o que terá repercussões no coeficiente de NI_v_{it} . Não se formula a natureza do sinal do respetivo coeficiente;

$PRE*NI_v_{it}$ - Resultado líquido do *venturer i*, que apresente prejuízo no ano t . No seguimento do referido para a variável PRE , ainda que os prejuízos verificados num determinado ano tenham menor impacto em termos de *value relevance* comparativamente aos resultados positivos, espera-se um sinal negativo para o coeficiente;

I - Variável *dummy* que controla para a alteração do método de consolidação, assumindo o valor 1 se o *venturer i* adota o MEP ($I=1$), ou 0 se usa o PRO ($I=0$). Não se formula quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para o coeficiente desta variável controlo;

$I*NI_v_{it}$ - Resultado líquido do *venturer i*, com controlo do uso do MEP, no ano t , 0 caso contrário;

$I*BV_v_{it}$ - Total dos ativos líquidos do *venturer i*, com controlo do uso do MEP, no ano t , 0 caso contrário;

$I*PRE$ - Variável *dummy* que controla a alteração do método de consolidação (I) e a existência de prejuízo (PRE). Assume o valor de 1 se o *venturer i* adota o MEP ($I=1$) e apresenta prejuízo ($PRE=1$), 0 caso contrário. Não se formula quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para o coeficiente desta variável controlo;

$I*PRE*NI_v_{it}$ - Resultado líquido do *venturer i*, com controlo do uso do MEP e dos casos com prejuízo no ano t ($I=1$ e $PRE=1$), 0 caso contrário;

Espera-se que os coeficientes das variáveis, $I*NI_v_{it}$, $I*BV_v_{it}$ e $I*PRE*NI_v_{it}$, ou seja, α_6 , α_7 e α_9 não apresentem valores significativamente diferentes de zero.

Apesar dos resultados de Richardson *et al.* (2012) terem evidenciado de MEP para PRO um declínio de *value relevance* dos ativos e dos passivos, considera-se que os mesmos não são extrapoláveis para um cenário de PRO para MEP e para ativos líquidos.

$\sum_{j=1}^6 \mu_j IND_j$ - Conjunto de variáveis *dummy* que assumem o valor 1 se a observação pertence ao setor de atividade j , medido pelo código SIC de 2 dígitos apenas (Li *et al.*, 2009), valor 0 caso contrário, tendo no total sido criadas 6 variáveis *dummy* (uma para cada setor de atividade menos uma), IND_{MI} (*Mining*, SIC 10-14), IND_{CON} (*Construction*, SIC 15-17), IND_{RS} (*Real Estate*, SIC 60-67), IND_{UTI} (*Utilities*, SIC 40-49), IND_{SER} (*Services*, SIC 70-89), IND_{RET} (*Retail Trade*, SIC 52-59). O setor base corresponde ao de *Manufacturing* (SIC 20-39). Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para os respetivos coeficientes.

$\sum_{t=2005}^{2011} \mu_t ANO_t$ - Variável controlo do ano, equivalente a estimar com efeitos fixos, que assume o valor 1 se a observação pertence ao ano t , o valor 0 caso contrário, tendo no total sido criadas 7 variáveis *dummy*, uma para cada ano ($Ano_1 \dots Ano_7$), exceto o ano de 2012, considerado o ano base. Não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para o coeficiente, com exceção do Ano_4 (2008) para o qual se espera um coeficiente negativo, dada a queda acentuada dos mercados bolsistas nesse ano;

ε_{it} – Erro de estimação para o *venturer* i no período t .

Teste da *Value Relevance* dos *Cash Flows* Consolidados (H_2)

Para testar H_2 , desdobram-se, no modelo (4.1), as componentes do resultado, *accruals*, ACC_v e os *cash flows* operacionais, CFO_v , e relativamente à *value relevance* dos *cash flows* de investimento e de financiamento, introduzem-se as variáveis explicativas, CFI_v e CFF_v .

$$\begin{aligned}
 P_{it} = & \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 ACC_{it} + \delta_3 CFO_{it} + \delta_4 CFI_{it} + \delta_5 CFF_{it} + \delta_6 PRE + \\
 & \delta_7 PRE * ACC_{it} + \delta_8 PRE * CFO_{it} + \delta_9 I + \delta_{10} I * BV_{it} + \delta_{11} I * ACC_{it} + \\
 & \delta_{12} I * CFO_{it} + \delta_{13} I * CFI_{it} + \delta_{14} I * CFF_{it} + \delta_{15} I * PRE + \delta_{16} I * PRE * \\
 & ACC_{it} + \delta_{17} I * PRE * CFO_{it} + \sum_{j=1}^6 \delta_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \delta_t ANO_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (4.2)$$

Trata-se de uma variante do modelo (4.1). Como alteração tem-se:

ACC_{it} - *Accruals* do *venturer i*, no ano t ; que correspondem à variação do fundo de maneio entre o ano t e o ano $(t-1)$ e estimativas contabilísticas (*e.g.* provisões e perdas por imparidade), mensurados pela diferença entre o resultado líquido do período e os *cash flows* operacionais. Espera-se que quanto mais elevados os *accruals*, maior o impacto na cotação, ou seja que o coeficiente associado à variável, ACC_v seja positivo, tendo em conta os estudos de Dechow (1994), Biddle *et al.* (1995) e Li *et al.* (2009);

$CFO(I)(F)_{it}$ - *Cash-flows* operacionais (de investimento, de financiamento) do *venturer i*, no ano t . Com base em estudos anteriores (*e.g.* Barth *et al.*, 1999) prevê-se um sinal positivo para o coeficiente dos *cash flows* operacionais, os quais, numa perspetiva de modelo de Ohlson, serão mais sustentáveis no futuro do que os *accruals* (Barth *et al.*, 1999). Como os montantes negativos relativos aos *cash flows* de investimento correspondem a investimento líquido, espera-se um sinal negativo para os coeficientes das variáveis, CFI_v . Tendo em conta que os *cash flows* de financiamento negativos significam diminuição do nível de endividamento líquido, ou seja, mais saídas de fundos, espera-se um sinal negativo para CFF_v (Penman e Yehuda, 2004);

$PRE * ACC_{it}(CFO_{it})$ - *Accruals (cash flows operacionais)* do *venturer i*, com controlo do prejuízo no ano t ($PRE=1$), 0 caso contrário. Não é clara a relação em termos de *value relevance* entre prejuízo e *cash flows* operacionais negativos e positivos, e os *cash flows* de investimento e de financiamento (Joos e Plesko, 2004; Akbar *et al.*, 2011),

pelo que não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para os coeficientes das variáveis que interagem com a *dummy*, *PRE*. Os *cash flows* dependem da conjuntura económica, não sendo possível afirmar, em que circunstâncias são “bons” ou “maus” e que haja efeitos específicos atribuídos a *cash flows* negativos, em particular, *cash flows* operacionais negativos (Akbar *et al.*, 2011), pelo que não foi incluída nenhuma variável controlo para o efeito;

$I * ACC_{v_{it}}(CFO_{v_{it}})$ - *Accruals* (*cash flows* operacionais) do *venturer i*, com controlo do uso MEP no ano t ($I=1$), 0 caso contrário;

$I * CFI(CFF)_{v_{it}}$ - *Cash-flows* de investimento (de financiamento) do *venturer i*, com controlo do uso MEP no ano t ($I=1$), 0 caso contrário;

Espera-se que os coeficientes das variáveis, $I * ACC_{v_{it}}(CFO_{v_{it}})$ e $I * CFI(CFF)_{v_{it}}$, ou seja, δ_{11} , δ_{12} , δ_{13} , e δ_{14} apresentem valores significativamente diferentes de zero, sendo os sinais esperados dos respetivos coeficientes contrários aos das variáveis, $ACC_{v_{it}}$ e $CFO(I)(F)_{v_{it}}$ por se intuir que o impacto da alteração do método seja negativo, por não serem consolidados os *cash flows* das *joint ventures*.

$I * PRE * ACC(CFO)$ - *Accruals* (*cash flows* operacionais) do *venturer i*, com controlo do uso do MEP ($I=1$) e prejuízo no ano t ($PRE=1$), 0 caso contrário. Como referido anteriormente, não se formulam quaisquer expectativas quanto ao sinal esperado para os coeficientes das variáveis que interagem com a *dummy*, *PRE*.

Teste da Value Relevance Incremental dos Cash Flows das Joint Ventures (H_3)

Para testar o poder explicativo incremental das divulgações dos *cash flows* das *joint ventures*, ou seja H_3 , para ambos os métodos, PRO e MEP, utilizar-se-ão dois modelos, um para cada método.

Para estudar a *value relevance* incremental para além dos *cash flows* consolidados dos *venturers*, ou seja, em PRO, foi incluída no modelo (4.2) a informação dos *cash flows* das *joint ventures* e retirada a variável *dummy*, *I*, sendo o seguinte o modelo a testar:

$$\begin{aligned}
 P_{it} = & \lambda_0 + \lambda_1 BV_{it} + \lambda_2 ACC_{it} + \lambda_3 CFO_{it} + \lambda_4 PRE + \lambda_5 PRE * ACC_{it} + \\
 & \lambda_6 PRE * CFO_{it} + \lambda_7 CFI_{it} + \lambda_8 CFF_{it} + \lambda_9 CFO_{it} + \lambda_{10} CFI_{it} + \\
 & \lambda_{11} CFF_{it} + \lambda_{12} ACC_{it} + \sum_{j=1}^6 \lambda_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2009} \lambda_t ANO_t + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (4.3)$$

Trata-se de uma variante do modelo (4.2). Como alteração tem-se:

$CFO(I)(F)_{it}$ - *Cash-flow* operacionais (de investimento, de financiamento) da *joint venture i*, no ano *t*. Espera-se que os respetivos coeficientes sejam estatisticamente diferentes de zero e de sinal contrário aos coeficientes das mesmas variáveis do *venturer*, tendo em conta que em PRO os *cash flows* das *joint ventures* estão incluídos nos *cash flows* consolidados dos *venturers* (Ohlson, 1999);

ACC_{it} - *Accruals* da *joint venture i*, no ano *t*, mensurados pela diferença entre o resultado líquido da *joint venture* e os seus *cash flows* operacionais. Tal como para $CFO(I)(F)_{it}$, espera-se que o coeficiente desta variável seja de sinal contrário ao de ACC_{it} e estatisticamente diferente de zero.

Em complemento ao modelo (4.3) e com o mesmo objetivo, estimou-se o seguinte modelo para um cenário de consolidação a MEP em que, recordando, os *cash flows* das *joint ventures* não são integrados, desagregando-se apenas as variáveis relativas às *joint ventures* por forma a testar a significância dos respetivos coeficientes. Recordar-se que não há diferença entre o resultado líquido e os ativos líquidos num método e noutro:

$$P_{it} = \mu_0 + \mu_1 NI_v_{it} + \mu_2 BV_v_{it} + \mu_3 PRE + \mu_4 PRE * NI_v_{it} + \mu_5 CFO_j_{it} + \quad (4.4)$$

$$\mu_6 CFI_j_{it} + \mu_7 CFF_j_{it} + \mu_8 ACC_j_{it} + \sum_{j=1}^6 \mu_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2009} \mu_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Trata-se igualmente de uma variante, mas do modelo (4.1). Como alteração tem-se:

$CFO(I)(F)_j_{it}$ - *Cash-flow* operacionais (de investimento, de financiamento) da *joint venture i*, no ano *t*. Espera-se que os respetivos coeficientes sejam estatisticamente diferentes de zero e apresentem os mesmos sinais dos coeficientes das variáveis, $CFO(I)(F)_v_{it}$ na estimação do modelo (4.2) exceto para CFO_j , em que o sinal esperado é contrário a NI_v_{it} , tendo em conta que, pelo MEP, os *cash flows* operacionais das *joint ventures* estão incluídos no resultado líquido do *venturer* (NI_v).

ACC_j_{it} - *Accruals* da *joint venture i*, no ano *t*. Tal como o referido para a variável, CFO_j , espera-se que o coeficiente desta variável seja de sinal contrário a NI_v_{it} .

Neste tipo de modelo de regressão linear múltipla, o método mais apropriado para a estimação dos parâmetros é o método dos mínimos quadrados, doravante designado por *OLS* (*Ordinary Least Squares*) (Wooldridge, 2003). Um dos pressupostos do método, a correta especificação do modelo (Oliveira *et al.*, 2011), parece estar salvaguardado tendo em conta que este tem na raiz o modelo de Ohlson (1995).

O resultado líquido do período inclui os *cash flows* operacionais e os *accruals*, pelo que, com o desdobramento no modelo (4.2) da variável NI_v em outras variáveis de interesse, as componentes, ACC_v e CFO_v , manteve-se a base do modelo de Ohlson, a exemplo de estudos anteriores de *value relevance* (*e.g.* Barth *et al.*, 1999; Davis-Friday e Gordon, 2002; Jifri e Citron, 2009).

A introdução no modelo (4.2) das variáveis, CFI_v e CFF_v , não deve ser entendida como uma incorreta especificação do modelo (4.1). Com efeito, através do modelo de avaliação de

Ohlson não se pretende verificar uma relação causal, mas antes uma associação relevante entre a variável dependente, P e as variáveis explicativas; BV_v e NI_v (e.g. Barth *et al.*, 2001b; Penman e Yedura, 2004). Qualquer variável adicionada à regressão será *value relevant* se houver indicação de melhoria dos resultados, medida através do coeficiente de determinação, R^2 ajustado face ao modelo base de referência.

*
* *

Este capítulo apresentou as hipóteses de investigação e discutiu os diversos modelos para as testar. No capítulo seguinte, apresenta-se a amostra usada para o efeito, incluindo o procedimento utilizado na respetiva seleção e recolha dos dados, assim como a estatística descritiva da amostra.

5 Seleção da Amostra e Estatísticas Descritivas

Tendo em conta que o novo normativo apenas é aplicável aos períodos com início após 1 de janeiro de 2013, tornou-se, assim, importante basear a análise prospetiva dos potenciais efeitos de alteração do método de consolidação das *joint ventures* do método proporcional (PRO) para o método de equivalência patrimonial (PRE) em dados reais adequados para os objetivos propostos para o presente estudo. Por serem métodos de consolidação alternativos e difíceis de observar em simultâneo numa mesma jurisdição, alguns dos estudos empíricos anteriores basearam-se em dados “pro-forma” calculados a partir das notas relativas às *joint ventures* (e.g. Graham *et al.*, 2001; Kothovala, 2003; Bauman, 2007).

Os princípios contabilísticos geralmente aceites no Canadá (*Canadian GAAP*) obrigavam, desde 1995, à consolidação das *joint ventures* pelo PRO e divulgações adicionais das demonstrações consolidadas (de diversas componentes do resultado líquido, do balanço e dos *cash flows*. Antes dessa data, permitia a opção por esse método ou pelo MEP. Em 2011, com a conversão das empresas cotadas no Canadá às *IAS/IFRS*, a opção por um desses métodos passou a ser novamente permitida (*IAS 31*), tendo deixado de o ser a partir de 2013 com a entrada em vigor da *IFRS 11*.

Os *Canadian GAAP* impuseram até 2010 o uso do PRO, havendo estudos que demonstram existir também no espaço europeu uma preferência por este método (EFRAG, 2012). Deste modo, o estudo dos efeitos na *value relevance* dos ativos líquidos, do resultado líquido do período e dos *cash flows* dos *venturers*, que tenham alterado o método de consolidação para MEP em 2011 na conversão para *IAS/IFRS* permite concluir no presente sobre as potenciais consequências da *IFRS 11*, tanto no Canadá como na Europa. Por outro lado, a divulgação nos relatórios e contas dos *venturers* canadianos dos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento relativos às *joint ventures* nos anteriores *Canadian GAAP* fornece informação quantitativa para investigar, a partir desta realidade, a *value relevance* incremental dos *cash flows* das *joint ventures*, cuja divulgação não é exigida pela *IFRS 12*.

Dada a proximidade dos *Canadian GAAP* com as *IAS/IFRS* (Liu e Sun, 2013) não são esperados efeitos significativos resultantes da conversão e aplicação deste normativo, pelo

que, também por isto, o presente estudo recaiu sobre uma amostra de *venturers* canadianos. Acresce que, limitando a amostra a uma única jurisdição, permite controlar eventuais efeitos institucionais nos mercados bolsistas (Richardson *et al.*, 2012).

Na secção 5.1 descreve-se o procedimento utilizado na seleção da amostra e na secção 5.2 apresenta-se a fonte da informação e o procedimento de recolha dos dados. Na secção 5.3 discutem-se as estatísticas descritivas da amostra.

5.1 Seleção da Amostra

Os analistas financeiros procuram informação específica sobre os ativos e passivos das *joint ventures* na avaliação dos *venturers*, pelo menos nos setores de atividade em que aquele tipo de negócio passa por *joint ventures* (Graham *et al.*, 2001). No entanto, uma primeira dificuldade na seleção da amostra prende-se com a falta de informação compilada sobre os *venturers* cotados com interesses em *joint ventures* abrangidas pela IAS 31, dificuldade essa que se admite ser também sentida pelos analistas.

Moskalev e Swensen (2006) apresentam um estudo sobre as características das *joint ventures* no mundo entre 1990 e 2000, na sua forma, dimensão e concentração por setor de atividade, a partir da informação constante na base de dados *Thomson Financial SDC Platinum Strategic Alliances/Joint Ventures*, a qual compila todas as transações com *joint ventures* efetuadas nas diversas bolsas mundiais. Ainda que o referido estudo separe as alianças estratégicas das *joint ventures* constituídas através de sociedades veículos, os autores do estudo não compilaram dados sobre a existência ou não de controlo conjunto, pelo que a lista por eles proposta não poderia servir de base à presente investigação.

Na falta de informação compilada sobre *venturers*, a seleção da amostra a testar foi centrada em determinados setores de atividade onde a literatura tem referido um maior número de interesses em *joint ventures*, *Transportation and Public Utilities*, incluindo *Oil and Gas Construction* e *Real Estate* (Graham *et al.*, 2001; Moskalev e Swensen, 2006; O'Hanlon e Taylor, 2007; Lourenço e Curto, 2010), assim como *Services*, *Mining* e *Manufacturing* (Moskalev e Swensen, 2006; Lourenço e Curto, 2010; Lourenço *et al.*, 2011). O estudo do

setor de *Construction* tem ainda um interesse particular, por ser um dos setores em que os *US GAAP* permitem a consolidação das *joint ventures* pelo PRO e não pelo MEP, ainda que apenas o justifique por razões de prática contabilística de longa data. Esta diferença de método continua assim a comprometer a comparabilidade e relevância da informação financeira entre as *IAS/IFRS* e os *US/GAAP*. Foi ainda neste último setor que a *ED 9* recolheu o maior número de comentários discordantes à eliminação do PRO (Tiron-Tudor e Muller, 2009).

Relativamente ao tipo de dados, na análise de regressão podem ser utilizados dados de série temporal, seccionais ou em painel. Os primeiros correspondem a observações que uma variável assume em diferentes momentos do tempo, sendo que os dados seccionais correspondem a dados de variáveis recolhidos no mesmo ponto do tempo sobre diferentes unidades. Por fim, no tipo de dados em painel a mesma unidade *cross section* é observada em diferentes momentos do tempo. (Wooldridge, 2003).

A utilização de dados em painel permite controlar determinadas características não observáveis das empresas (Wooldridge, 2003), pelo que e, consistentemente com Soonawalla (2006), Lourenço *et al.* (2011) e Richardson *et al.* (2012), na estimação dos diversos modelos de regressão são utilizados dados em painel. O período analisado corresponde aos anos de 2004¹ a 2012.

O processo de seleção da amostra, cuja lista de *venturers* é detalhada no Anexo I, é apresentado na tabela 1.

Foram perscrutados manualmente 141 relatórios e contas do ano de 2011 de empresas canadianas, que pertencessem aos setores referidos no parágrafo anterior, estivessem cotadas na *Toronto Stock Exchange (XTSE)*, tivessem um valor do ativo superior a 10 milhões de dólares canadianos no período em análise (Barth *et al.*, 1999; Li *et al.*, 2009; Akbar *et al.*, 2011) e informação depositada no *Sedar (System for Electronic Document Analysis and Retrieval, Search For Public Companies, Document Type: Financial Statements)*.

¹ Do ano de 2004 foi apenas coligido o montante do ativo total, utilizado como deflator alternativo no teste de robustez da secção 6.4.

Tabela 1 - Processo de Seleção da Amostra

	Nº	%
Relatórios e contas de 2011 de empresas cotadas	141	100%
<i>Venturers</i> com <i>joint ventures</i> e ativos conjuntamente controlados	67	48%
<i>Venturers</i> com <i>joint ventures</i>	60	43%
<i>Venturers</i> com <i>joint ventures</i> e divulgações no ano de 2011	44	32%
<i>Venturers</i> com <i>joint ventures</i> e divulgações no período de 2005 a 2012	32	23%

Fonte: *Financial Statements* - <http://www.sedar.com>

Notas:

A base de seleção da amostra foi a de empresas com ativo superior a 10 milhões de dólares canadinos, pertencentes aos setores: *Construction* (SIC 15-17), *Manufacturing* (SIC 20-39), *Mining* (SIC 10-14), *Real Estate* (SIC 60-67), *Retail Trade* (SIC 52-59), *Services* (SIC 70-89) e *Transportation and Public Utilities* (SIC 40-49). A literatura refere a constituição de *joint ventures* em empresas de maior dimensão e como forma de expansão para outros mercados (Kothavala, 2003; Soonawalla, 2005); Nem todos os *venturers* da amostra têm as suas ações cotadas e apresentam todas as divulgações exigidas nos anos de 2005 e 2006, pelo que o número de *venturers* não é constante, nem o número de observações totaliza 256.

Os dados relativos às *joint ventures* foram recolhidos pesquisando palavras-chaves como “*joint ventures*”, “*joint interests*” e “*jointly controlled entities*”. Por forma a controlar eventuais fusões e aquisições no período em análise, que pudessem influenciar as conclusões do estudo (Li *et al.*, 2009), foi confirmada a inexistência de tais situações através de uma leitura mais pormenorizada dos relatórios e contas nos períodos em que a variação do ativo face ao período anterior era superior a 20%.

Do conjunto das empresas analisadas, foram identificadas pela leitura dos respetivos relatórios e contas consolidados, 67 empresas (48%) com pelo menos um interesse conjuntamente controlado no período em análise (2004-2012), ou seja em cerca de 50% das empresas analisadas, proporção consistente com os resultados do estudo de Moskalev e Swensen (2006). Destas, apenas 60 tinham investimentos em empresas enquadradas como *joint ventures* (entidades conjuntamente controladas, de acordo com a IAS 31).

A amostra final inclui 32 empresas (Anexo I). Tendo em conta a falta de divulgação de dados financeiros das *joint ventures* por alguns *venturers* no período global analisado (2004-2012) e por nem todos estarem cotados nesse período, o total de observações é de 246. Como nem todos os *venturers* encerram contas a 31 de dezembro, a conversão das suas contas para IAS/IFRS não ocorreu no ano de 2011, sendo o período de conversão apenas 2012. No

entanto, outras anteciparam essa conversão para 2010. O total de observações em *IAS/IFRS* é, ainda assim, de 64. Cerca de 89% dos *venturers* são auditados por uma *Big Four*, o que era esperado dado tratar-se de entidades cotadas na *XTSE* e 17% cotados numa bolsa estrangeira (bolsa de Nova Iorque).

5.2 Recolha de Dados

A informação financeira dos *venturers* foi recolhida no sítio da entidade reguladora canadiana no *Sedar* (*System for Electronic Document Analysis and Retrieval* - www.sedar.com), onde constam, para além dos relatórios anuais de prestação de contas, toda a informação divulgada ao mercado pelas empresas cotadas no Canadá.

Os modelos apresentados serão regredidos usando dados deflacionados, no sentido de mitigar problemas de heteroscedasticidade. Porém, foram coligidos os dados não deflacionados e, separadamente, os deflatores (número de ações e total ativo), por forma a criar flexibilidade na análise e possibilitar testes de robustez que afirmam se os resultados são, ou não, devidos ao tipo de deflator usado. Foram consideradas as cotações disponíveis nos sítios dos respetivos *venturers* à data do respetivo fecho, para as ações ordinárias (Classe A - *Common Shares*).

Em *Canadian GAAP*, os interesses não controlados eram apresentados como um passivo, sendo em *IAS/IFRS* incluídos nos ativos líquidos. Optou-se por mensurar a variável, *BV_v* no período global de 2005 a 2012 pelos ativos líquidos atribuíveis aos acionistas do *venturer* e interesses não controlados, ainda que, de acordo com Hsu *et al.* (2012), estes interesses sejam percecionados pelo mercado como um passivo e que as diferentes formas de apresentar os interesses não controlados, nos ativos líquidos ou em rubrica autónoma, não tenha impacto na avaliação pelo mercado (Lopes *et al.*, 2012).

A variável, *CFO_v* foi mensurada pelo montante total dos *cash flows* operacionais constante da demonstração dos *cash flows*, apresentado pelos *venturers* pelo método indireto. Contrariamente a Akbar *et al.* (2011), que reclassificou os juros para *cash flows* de

financiamento, os juros foram considerados como *cash flows* operacionais, mantendo-se a opção² da maioria dos *venturers*.

As observações relativas às variáveis das *joint ventures*, *cash flows* operacionais, *CFO_j*, *cash flows* de investimento, *CFI_j* e *cash flows* de financiamento, *CFF_j* foram retiradas das notas às contas dos *venturers*, conforme exemplo no Anexo II a este estudo. Apesar da presente investigação se reportar ao período de 2004 a 2012, a análise de *incremental value relevance* reporta-se apenas ao período de 2004 a 2010 em que os *Canadian GAAP* exigiam a divulgação dos *cash flows* das *joint ventures*. Porém, não foi possível recolher todos os dados para aquelas variáveis num total de 30 observações, devido à falta de informação divulgada sobre as *joint ventures* pelos respetivos *venturers*.

Todos os montantes foram coligidos em milhares de dólares canadianos³, sendo esta unidade monetária de relato mais frequente nos relatórios e contas analisados.

5.3 Estatísticas Descritivas

Para a realização dos diversos testes estatísticos, descritivos e de regressão no capítulo 6, foi utilizado o programa estatístico, *EViews*⁸.

Características Globais da Amostra

A tabela 2 abaixo apresenta a distribuição da amostra por setor de atividade e por anos.

O painel A da tabela 2 apresenta a distribuição da amostra por setor de atividade e por método de consolidação das *joint ventures*. Consistente com o estudo de Lourenço e Curto (2010), a maioria dos *venturers* mantiveram o método de consolidação do anterior normativo, os *Canadian GAAP*, ou seja, o PRO. Após a conversão para *IAS/IFRS*, 11 das empresas da amostra (33%) passaram a utilizar o MEP, das quais predominantemente 7 nas *Utilities* e apenas 1 no setor da *Construction*. Como oportunamente explicado, 70% da amostra refere-se

² A *IAS 7 Statement of Cash Flows* permitir optar entre uma atividade e outra.

³ Alguns dos *venturers* apresentam contas em dólares americanos, no entanto, atendendo à evolução do câmbio *USD/CAD*, entendeu-se não ser relevante a respetiva conversão para efeitos econométricos.

a *venturers* do setor *Construction* (6 entidades), *Real Estate* (4 entidades) e *Utilities* (13 entidades). No universo destas últimas, verifica-se que 4 adotaram o MEP pelo facto de terem optado por apresentarem contas em *US GAAP*⁴, dado estarem cotadas na bolsa de Nova Iorque.

Tabela 2 - Distribuição da Amostra por Setor de Atividade e por Anos

Setor de Atividade	2005-2010				2011-2012			
	PRO		MEP		PRO		Total	
Painel A: Detalhe da Amostra por Setor e por Método de Consolidação								
Construction	6	19%	1	9%	5	24%	6	19%
Manufacturing	2	6%	0	0%	2	8%	2	6%
Mining	6	19%	1	9%	5	21%	6	19%
Real Estate	4	13%	0	0%	4	17%	4	13%
Retail Trade	1	3%	1	9%	0	4%	1	3%
Services	1	3%	1	9%	0	4%	1	3%
Transportation and Utilities	12	38%	7	64%	5	25%	12	38%
Total	32	100%	11	100%	21	100%	32	100%
Painel B - Distribuição da Amostra por Anos, 2005-2012								
	Ano	Frequência	%					
	2005	27	11%					
	2006	29	12%					
	2007	31	13%					
	2008	31	13%					
	2009	32	13%					
	2010	32	13%					
	2011	32	13%					
	2012	32	13%					
	Total	246	100%					
Notas:								
PRO - Método Proporcional; MEP = Método de Equivalência Patrimonial; os setores de atividade correspondem aos códigos SIC seguintes: Construction : SIC 15-17; Manufacturing : SIC 20-39; Mining : SIC 10-14; Retail : SIC 52-59; Real Estate : SIC 60-67; Services : SIC 70-89; Transportation and Utilities : SIC 40-49; No período de 2005 a 2010 os Canadian GAAP apenas permitiam o PRO, a opção entre MEP e PRO surge após a adoção do normativo internacional em 2011.								

A distribuição por anos encontra-se no painel B da tabela 2. O menor número de empresas centra-se nos anos extremos de 2005 e 2006, explicado pelo facto de a seleção da amostra ter sido efetuada no ano da conversão em 2011. Considera-se a amostra relativamente estável ao longo do período em análise.

⁴ Transitoriamente, a partir de 2011, as empresas com ações cotadas nos Estados Unidos e reguladas pela *US Securities and Exchange Commission (SEC)* podem optar pelos *US GAAP*. Estas empresas não foram excluídas da amostra, por se entender que as diferenças não são materialmente relevantes.

Pela análise da evolução do ativo no período em estudo e do número de ações emitidas em cada ano, não tabelados, conclui-se que eventuais fusões e aquisições, a existirem, não têm efeitos significativos para o presente estudo.

Dada a entrada em vigor da *IFRS* 11 em 2013, era à partida expectável a aplicação antecipada dessa norma por alguns dos *venturers* da amostra, ou pelo menos, a quantificação dos respetivos efeitos. No entanto, tal não acontece. Ainda que o nível de divulgação de alguns já se coadune com as exigências da *IFRS* 12, da análise efetuada aos relatórios e contas de 2011, verifica-se que apenas um *venturer* (Cenovus Energy) identificou os impactos e os pressupostos subjacentes à aplicabilidade da *IFRS* 11, tendo concluído que as suas *joint ventures* seriam, no futuro, tratadas como uma operação conjunta, ou seja, que a aplicação da *IFRS* 11 não trará alterações ao PRO, utilizado por este *venturer* até 2012. Não é, no entanto, como referido no capítulo 3, o expectável para a maioria das *joint ventures*.

Outras Estatísticas Descritivas

Continuando a caracterizar a amostra do presente estudo, a tabela 3 apresenta algumas estatísticas descritivas: a média, mediana e desvio-padrão da variável dependente, *P* (cotação da ação ordinária), assim como as variáveis independentes utilizadas nos modelos acima apresentados.

Em média, verifica-se que se mantém o peso do resultado líquido das *joint ventures*, NI_j (ou $ACC_j + CFO_j$), no resultado líquido do *venturer*, NI_v entre os dois períodos globais em análise (2005-2010 e 2011-2012). O mesmo não acontece relativamente ao peso dos ativos líquidos das *joint ventures* (não tabelados) na posição financeira dos *venturers*, o qual diminui.

A tabela 3 permite verificar que as medianas das variáveis *P*, BV_v e CFI_v nos painéis A e B são inferiores às respetivas médias, o que é consistente com a evidência na generalidade dos estudos que usam variáveis contabilísticas. As diferenças evidenciam uma assimetria positiva e a potencial existência de *outliers*, podendo tal facto ser indício da presença de

heteroscedasticidade pela influência de um pequeno grupo de empresas de maior dimensão (Easton e Sommers, 2003).

Tabela 3 - Estatística Descritiva da Amostra

Variável	Média	Mediana	Maximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
Painel A - Canadian GAAP - Período 2005 - 2010						
ACC_j	-0.11	-0.02	0.52	-1.41	0.28	152
ACC_v	-1.16	-0.49	9.84	-11.39	2.51	182
BV_v	11.57	7.34	80.20	-0.59	14.59	182
CFF_j	-0.18	0.00	3.08	-2.99	0.69	152
CFF_v	0.45	0.02	28.28	-8.63	3.13	182
CFI_j	-0.23	-0.02	1.18	-3.85	0.58	152
CFI_v	-2.65	-1.17	2.15	-20.80	3.88	182
CFO_j	0.51	0.29	3.57	-0.56	0.73	152
CFO_v	2.39	1.45	16.26	-2.22	3.40	182
NI_v	1.13	0.82	6.43	-3.87	1.56	182
P	14.24	9.80	54.25	0.05	14.88	182
Painel B - IAS/IFRS - Período 2011 - 2012 - Venturers que optaram pelo PRO						
ACC_v	-1.44	-0.53	2.53	-15.86	2.99	42
BV_v	12.09	10.35	85.48	0.08	15.12	42
CFF_v	0.78	0.02	12.02	-3.25	2.51	42
CFI_v	-3.45	-1.82	0.03	-38.66	6.59	42
CFO_v	2.54	0.91	22.38	-0.17	4.12	42
NI_j	0.35	0.12	2.66	-1.25	0.67	42
NI_v	1.09	0.70	6.52	-2.54	1.52	42
P	12.73	10.30	40.36	0.03	12.49	42
Painel C - IAS/IFRS - Período 2011 - 2012 - Venturers que optaram pelo MEP						
ACC_v	-1.25	-0.56	1.88	-6.16	1.98	22
BV_v	18.87	12.50	64.26	-1.31	20.72	22
CFF_v	1.27	-0.06	12.62	-2.28	3.46	22
CFI_v	-3.82	-4.38	0.41	-13.78	3.84	22
CFO_v	2.54	1.24	11.16	-0.12	3.25	22
NI_j	0.31	0.08	1.79	0.00	0.45	22
NI_v	1.28	0.86	5.42	-0.96	1.79	22
P	24.01	20.00	59.11	0.26	21.56	22

Definição das Variáveis e Notas:

N - número de observações; PRO - Método de Integração Proporcional; MEP - Método de Equivalência Patrimonial; ACC_v(j) accruals do venturer (joint venture); BV_v: ativos líquidos do venturer; CFF_v(j): cash-flows de financiamento do venturer (joint venture); CFI_v(j): cash-flows de investimento do venturer (joint venture); CFO_v/j: cash-flows operacionais do venturer (joint venture); NI_v(j): resultado do período do venturer (joint venture); P: valor de mercado das ações; Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias, pelo que P corresponde à cotação da ação.

O número de observações relativas às variáveis, ACC_j, CFF_j, CFI_j e CFO_j referem-se apenas ao período de 2005-2010; período durante o qual os Canadian GAAP obrigavam a tais divulgações. Após essa data, algumas empresas continuaram a apresentar a informação dos cash flows das joint ventures mas em número muito reduzido. O total de observações nos painéis A, B e C, é inferior a 256 (32 venturers * 8 anos) pelo facto de nem todas os venturers existirem ou estarem cotados em alguns dos anos; no período de 2005 a 2010, o total de observações das variáveis relativas às joint ventures é inferior a 182 por não existir informação em alguns períodos; Valores apresentados em milhares de dólares canadianos.

Relativamente a informação de cash flows, como era expectável, após a conversão para IAS/IFRS em 2011 a quase-totalidade dos venturers da amostra deixou de divulgar

informação sobre os *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento das *joint ventures*, divulgação obrigatória nos anteriores *Canadian GAAP*, pelo que apenas foram tabeladas as referidas variáveis no período *Canadian GAAP* (Painel A)⁵.

Consistente com a evidência em Barth *et al.* (1999) e pelo facto de as depreciações estarem incluídas nos *accruals* e o investimento em *CFI_v*, em média os *accruals* são negativos e os *cash flows* operacionais positivos, indiciando que a amostra não inclui *venturers* em *start-up* (Black, 1998). Os *cash flows* de investimento são negativos, tal como em Black (1998), todavia não é possível ajuizar se os *venturers* se encontram no estágio de crescimento ou maturidade⁶, condicionando a comparação dos resultados propostos no capítulo 6 com esse estudo.

Ao contrário de Li *et al.* (2009), verifica-se uma maior variabilidade dos *cash flows* operacionais face aos *accruals*, medida pelo respetivo desvio-padrão (3,40 e 2,51; 4,12 e 2,99; 3,25 e 1,98, respetivamente) sem diferenças significativas nos vários painéis. Ao nível do resultado líquido, verificam-se extremos muito positivos e alguns negativos, sendo a média ligeiramente positiva. Esta tendência ter-se-á mantido ao longo de todo o período, como se pode verificar na evolução por anos na tabela 4 abaixo. Os *cash flows* de investimento são, em média, negativos, apesar da conjuntura desfavorável, ou seja, os *venturers* da amostra estão, em média, a investir. Os *cash flows* de financiamento das *joint ventures* são negativos ou nulos consoante o período, sendo positivo no caso dos *venturers*, ou seja, correspondem essencialmente a influxos de financiamento.

A amostra em estudo divide-se globalmente em dois grupos: observações em PRO no período global de 2005 a 2012 (painel A e painel B), e PRO no período 2005 a 2010 mas MEP nos anos de 2011 e 2012 (painel A e painel C). Torna-se pertinente verificar se as diferenças ao nível das medianas das variáveis nos dois grupos são significativas, já que a média é uma medida influenciada pela amplitude e variabilidade das observações da amostra em estudo. Foram assim realizados testes de diferença de medianas, usando o teste não paramétrico de

⁵ Após 2010, destacam-se as divulgações voluntárias dos *CFO_j* por 8 dos 32 *venturers* em análise, dos quais 5 também o fizeram para *CFI_j* e *CFF_j*. Estes dados não foram, no entanto, considerados na estimação dos modelos (4.3) e (4.4).

⁶ Na amostra de Black (1998), a dimensão dos *cash flows* de investimento era notoriamente mais significativa nas empresas no estágio de crescimento e maturidade face às restantes.

Wilcoxon/Mann-Whitney, para as variáveis dependentes, P , NI_v , NI_j , BV_v , CFO_v , CFO_j e CFI_v (a hipótese nula assume que as medianas são iguais entre os dois grupos).

Concluimos que as medianas são estatisticamente não diferentes, ou seja, não há diferenças significativas ao nível do tipo de *venturer* em cada grupo, exceto para a variável, P (p -value: 0.0836). Consistente com Richardson *et al.* (2012), os *venturers* que optaram pelo MEP são de maior dimensão, medida pelo montante dos respetivos ativos líquidos, BV_v , tendo, consequentemente, cotações superiores às que mantiveram o PRO. Em média, no período de 2011 - 2012, estes *venturers* têm maior capitalização bolsista.

Tabela 4 - Estatísticas Descritivas por Anos

Variável		Canadian GAAP - PRO				IAS/IFRS - PRO	IAS/IFRS - MEP
		2005-2007	2008	2009-2010	2005-2010	2011-2012	2011-2012
P	Média	15.34	11.46	16.18	14.24	12.73	24.01
	Mediana	11.19	4.58	9.72	9.80	10.30	20.00
ACC_j	Média	-0.12	-0.14	-0.09	-0.11		
	Mediana	-0.03	-0.02	-0.02	-0.02		
ACC_v	Média	-1.20	-1.14	-1.12	-1.16	-1.44	-1.25
	Mediana	-0.46	-0.61	-0.47	-0.49	-0.53	-0.56
BV_v	Média	10.21	11.53	13.44	11.57	12.09	18.87
	Mediana	6.37	7.89	8.80	7.34	10.35	12.50
CFF_j	Média	-0.22	-0.15	-0.15	-0.18		
	Mediana	-0.01	0.00	0.00	0.00		
CFF_v	Média	0.28	0.98	0.42	0.45	0.78	1.27
	Mediana	0.03	0.03	0.01	0.02	0.02	-0.06
CFI_j	Média	-0.17	-0.33	-0.26	-0.23		
	Mediana	-0.02	-0.04	-0.01	-0.02		
CFI_v	Média	-2.40	-3.31	-2.68	-2.65	-3.45	-3.82
	Mediana	-1.06	-1.30	-1.41	-1.17	-1.82	-4.38
CFO_j	Média	0.55	0.54	0.46	0.51		
	Mediana	0.42	0.17	0.29	0.29		
CFO_v	Média	2.42	2.50	2.29	2.39	2.54	2.54
	Mediana	1.42	1.74	1.45	1.45	0.91	1.24
NI_v	Média	1.15	1.36	1.00	1.13	1.09	1.28
	Mediana	0.86	1.11	0.74	0.82	0.70	0.86
Observações	Nº <i>Venturers</i>	29	31	32	31	22	10

Definição das Variáveis e Notas:

A definição das variáveis é como a da tabela 3; Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias, pelo que P corresponde à cotação da ação; O número de empresas corresponde à média no respetivo período. As observações relativas às variáveis, ACC_j , CFF_j , CFI_j e CFO_j referem-se apenas ao período de 2005-2010, período durante o qual os *Canadian GAAP* obrigavam a tais divulgações. Valores expressos em milhares de dólares canadianos.

Nas estatísticas não tabeladas, pelas principais indústrias, *Construction*, *Transportation and Utilities*, *Mining* e *Real Estate*, constata-se que, em termos médios e medianos, não se

verificam diferenças significativas nas diversas variáveis em estudo, com exceção dos ativos líquidos (BV_v), e, conseqüentemente, da cotação, P , no setor de *Transportation and Utilities*, o que não é de estranhar neste setor.

Como esperado, as estatísticas descritivas da amostra por anos na tabela 4 apresentam uma queda anormal das cotações em 2008 pelo efeito da conjuntura económica desfavorável desse ano, embora, as variáveis explicativas, NI_v , NI_j , BV_v e CFI_v tenham mantido alguma estabilidade em termos médios e medianos em todo o período.

Multicolinearidade

Para além da linearidade nos coeficientes, a estimação por *OLS* exige o cumprimento de outros pressupostos, nomeadamente a homocedasticidade da variância do erro, assim como a ausência de multicolinearidade entre as variáveis, ou seja, a não existência de correlação das variáveis explicativas. Uma elevada multicolinearidade entre as variáveis explicativas dificulta a separação dos efeitos de cada uma delas e pode impossibilitar uma correta leitura das estimativas obtidas para os coeficientes de regressão (Oliveira *et al.*, 2011). Como refere este autor, a análise dos coeficientes de correlação amostrais entre as variáveis explicativas permite uma primeira aproximação a problemas de multicolinearidade e um coeficiente de correlação linear amostral superior a 0.8 será indiciador de problemas dessa natureza.

A tabela 5 apresenta a matriz dos coeficientes de correlação amostral de Pearson e Spearman. Não foram tabeladas as matrizes de correlação por período e por método de consolidação, dado evidenciarem resultados semelhantes.

A maior parte das variáveis estão correlacionadas com a cotação, confirmando numa análise prévia de que as mesmas são *value relevant*, com exceção dos *cash flows* de financiamento. Tal como em Black (1998) e como era esperado, os resultados da tabela 5 indicam uma correlação elevada entre ACC_v e CFO_v (com um valor de 0.88 e 0.87), e entre CFO_v e NI_v (com um valor de 0.85 e 0.83), sugerindo problemas de multicolinearidade entre as referidas variáveis a ter em conta na análise dos resultados da regressão no capítulo 6. Os

resultados mostram ainda coeficientes de correlação elevados entre BV_v e CFI_v (com um valor de 0.80 e 0.83), entre BV_v e CFO_v (com um valor de 0.83 e 0.82).

Tabela 5 - Matriz de Correlação de Pearson e Spearman

Variáveis	ACC_j	ACC_v	BV_v	CFF_j	CFF_v	CFI_j	CFI_v	CFO_j	CFO_v	NI_v	P
ACC_j		0.33***	-0.31***	0.32***	-0.02	0.33***	0.23***	-0.68***	-0.35***	-0.29***	-0.34***
ACC_v	0.35***		-0.72***	0.23***	0.25***	0.25***	0.60***	-0.44***	-0.87***	-0.55***	-0.64***
BV_v	-0.32***	-0.77***		-0.28***	-0.07	-0.38***	-0.83***	0.53***	0.82***	0.80***	0.85***
CFF_j	0.24**	-0.15*	-0.47***		0.22***	-0.04	0.15*	-0.44***	-0.26***	-0.21***	-0.19**
CFF_v	0.07	-0.28***	0.28*	0.42**		-0.09	-0.19**	-0.04	-0.13***	-0.01*	-0.06
CFI_j	0.23**	0.47***	-0.13*	-0.45***	-0.38***		0.41***	-0.48***	-0.30***	-0.33***	-0.45***
CFI_v	0.20**	0.61***	-0.80***	0.24***	-0.66***	0.27***		-0.43***	-0.70***	-0.72***	-0.78***
CFO_j	-0.68***	-0.62***	0.66***	-0.52***	0.38***	-0.30***	-0.49***		0.52***	0.52***	0.50***
CFO_v	-0.37***	-0.88***	0.83***	-0.42***	0.17**	-0.12	-0.70***	0.68***		0.83***	0.80***
NI_v	-0.27**	-0.60***	0.67***	-0.24**	0.06	-0.17**	-0.64***	0.53***	0.85***		0.83***
P	-0.29***	-0.57***	0.51***	0.16*	0.20**	-0.40***	-0.58***	0.52***	0.71***	0.75***	

Definição das Variáveis e Notas:

* correlação significativa a menos de 10%; ** correlação significativa a menos de 5%; *** correlação significativa a menos de 1%.

A definição das variáveis é como a da tabela 3; As correlações de Pearson e Spearman encontram-se, respetivamente, no triângulo inferior e superior; os coeficientes acima de 0,80 encontram-se assinalados a **bold**.

Como referido na tabela 4, o número de observações é de 152, tendo em conta que as variáveis, ACC_j , CFF_j , CFI_j e CFO_j se referem ao período de 2005-2010 e não foi possível recolher 30 observações por falta de divulgação.

Os coeficientes das restantes variáveis na tabela 5 sugerem uma baixa multicolinearidade. Relativamente às variáveis categóricas, não tabeladas, a sua correlação com as variáveis da amostra tendem a ser reduzidas, com exceção da cotação com a variável, $\ln(t)$, dada pelo logaritmo do ativo do ano $t-1$ (0.79).

*

* *

Foram apresentados os procedimentos de recolha dos dados relativos ao período de 2004 a 2012, assim como a base de seleção da amostra a usar no teste das hipóteses anteriormente definidas. No capítulo seguinte, apresentam-se e discutem-se os respetivos resultados empíricos.

⁷ Esta variável será apenas utilizada nos testes de robustez.

6 Resultados Empíricos

6.1 Introdução

Neste capítulo, analisam-se os resultados da evidência empírica recolhida com as estimações dos modelos propostos no capítulo 4. Em termos empíricos, os testes de relevância focalizam-se nos coeficientes dos montantes contabilísticos constantes da equação da avaliação (Barth *et al.*, 2001b). Inferências das pesquisas de *value relevance* dependem da validade descritiva da relação das variáveis explicativas com a cotação (Barth *et al.*, 2001b), tendo em conta que os referidos estudos assumem um determinado modelo de equilíbrio de mercado e, consequentemente, tipicamente não testam as hipóteses de como o mercado opera (Barth *et al.*, 2001b; Hail, 2013).

A dimensão dos *venturers* só por si afeta as observações e a variável dependente. Deste modo, a associação implícita num teste de *value relevance* não será totalmente devida a uma relação económico-financeira entre as variáveis contabilísticas e o valor de mercado, mas também à dimensão do *venturer*, afetando, deste modo, o coeficiente de determinação, R^2 , e o enviesamento dos coeficientes da estimação (Brown *et al.*, 2000; Lo, 2004). Intuitivamente, também se depreende que a dimensão das observações afeta também a dos erros. Importa assim, em primeiro lugar, apresentar os procedimentos utilizados no sentido de minimizar este problema amostral.

Na secção 6.2 é apresentado o deflator utilizado para minimizar o efeito dimensão e a heteroscedasticidade; na secção 6.3 são discutidos os resultados dos testes de hipóteses formuladas no capítulo 4, H_1 , H_2 e H_3 ; a secção 6.4 mostra os principais testes de robustez efetuados e, por fim, com base na evidência empírica recolhida, sintetizam-se, na secção 6.5, as consequências prospetivas da adoção da *IFRS* 11 e da *IFRS* 12.

6.2 Efeitos Dimensão e Heteroscedasticidade

É difícil determinar exatamente qual o deflator mais adequado para medir o efeito dimensão (Easton e Sommers, 2003). Um dos métodos aceites na literatura para mitigar os efeitos

dimensão entre empresas e entre períodos temporais e viabilizar a inferência estatística consiste em dividir o modelo original pela variável que se espere origine heteroscedasticidade (Brown *et al.*, 2000; Easton e Sommers, 2003). Quando a variância do erro é heteroscedástica, ou seja, a variância não é a mesma para todas as observações (e no caso de dados em painel pode variar em cada período temporal) e a estimação do modelo for efetuada por recurso ao método ordinário dos mínimos quadrados (*OLS*), a inferência estatística baseada nas distribuições *t* e *F* não é válida (Wooldridge, 2003; Oliveira *et al.*, 2011).

Uma das *proxies* utilizada para a dimensão das empresas tem sido o número de ações (Lo, 2004; Barth e Clinch, 2009), o qual tem sido utilizado como deflator em diversos estudos de *value relevance* no Canadá e noutras jurisdições (*e.g.* Soonawalla, 2006; Lourenço *et al.*, 2011; Richardson *et al.*, 2012). Deste modo, foram deflacionadas as variáveis métricas dos modelos propostos pelo número de ações emitidas à data de cada período de relato a exemplo de outros estudos (Soonawalla, 2006; O'Hanlon e Taylor, 2007; Lourenço *et al.*, 2011; Richardson *et al.*, 2012), transformando a variável dependente na cotação da ação¹.

Este deflator foi calculado através da rubrica de *Basic Earning Per Share (EPS)* apresentada na demonstração dos resultados, ou seja, *Profit (loss) for the year/Basic Earnings per share*. Nos casos em que o número de ações estava explicitamente apresentado na face da referida demonstração, foi utilizada como *proxy* o “*weighted average common shares outstanding*” a cada data. Foram, deste modo, apenas consideradas as ações ordinárias (*common shares e non-voting shares*), excluindo as ações preferenciais e outros títulos convertíveis ou opções de ações.

6.3 Resultados dos Testes de Hipóteses

Value Relevance dos Ativos Líquidos e do Resultado Líquido em MEP vs PRO (H_1)

A tabela 6 apresenta os resultados do modelo (4.1)².

¹ Na prática, a variável explicativa, *NI_v* nos modelos (4.1) e (4.4), passa a ser mensurada pelo resultado por ação (*EPS – Earning Per Share*) apresentado, tal como o resultado líquido do período, na face da demonstração dos resultados.

² Estes resultados podem ser vistos em maior detalhe no Anexo 3.

Tabela 6 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.1)

$$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_v_{it} + \alpha_2 BV_v_{it} + \alpha_3 PRE + \alpha_4 PRE * NI_v_{it} + \alpha_5 I + \alpha_6 I * NI_v_{it} + \alpha_7 I * BV_v_{it} + \alpha_8 I * PRE + \alpha_9 I * PRE * NI_v_{it} + \sum_{j=1}^6 \alpha_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \alpha_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	PRO		MEP		MEP-PRO	
		Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value
NI_v	+	5.09	0.0000	2.65	0.2027	-2.44	0.2574
BV_v	+	0.06	0.3372	0.53	0.0004	0.47	0.0046
PRE*NI_v	-	-7.79	0.0000	-6.72	0.5482	1.07	0.9248
R ² ajustado		68%					
Estatística F		24.36		0.0000			

Período: 2005 - 2012

Nº Observações 246

Definição das Variáveis e Notas:

P - valor de mercado das ações ordinárias do *venturer*; *NI_v* - *r* resultado líquido do *venturer*; *BV_v* - ativos líquidos do *venturer*; *PRE*, variável *dummy* que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano *t*, caso contrário 0; *I*, variável *dummy* que assume o valor 1 se empresa optou pelo *MEP*, 0 se *PRO*; ΣIND_j - conjunto de variáveis *dummy* que assume o valor 1 se a empresa for do setor *j* e o valor 0 se não pertencer; ΣANO_t - variáveis *dummy* que assume o valor 1 se a observação for do ano *t*, ou 0 se caso contrário. A coluna *PRO* inclui os coeficientes para os *venturers* que utilizam o *PRO* em *Canadian GAAP* e *IAS/IFRS* após 2011; A coluna *MEP* inclui os coeficientes para os *venturers* que utilizam o *PRO* em *Canadian GAAP* e *MEP em IAS/IFRS*; Os coeficientes do "MEP" correspondem ao teste *Wald* dos coeficientes totais das variáveis explicativas com as mesmas variáveis associadas à *dummy*, *D*, detalhado no Anexo 3; Os coeficientes "MEP-PRO" correspondem aos coeficientes das variáveis associadas à *dummy*, *I*, *I*NI_v*; *I*BV_v* e *I*PRE*NI_v*; Por questões de parcimônia, não se tabelaram os coeficientes das variáveis, ΣIND_j e ΣANO_t , detalhados no Anexo 3. Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do ano *t*.

O objetivo do teste é o de verificar os impactos da alteração do método de consolidação de *PRO* para *MEP* na *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado líquido do período dos *venturers* canadianos. Os principais coeficientes com interesse do ponto de vista empírico são *I*NI_v*, *I*PRE*NI_v* e *I*BV_v*, os quais medem a diferença entre os dois métodos em termos da relação do resultado líquido e dos ativos líquidos com o valor da cotação da ação.

A coluna “*PRO*” inclui os coeficientes relativamente aos *venturers* que optaram por manter o *PRO* em *IAS/IFRS*, estando apresentado na coluna “*MEP*” os que optaram pelo *MEP* após 2011, ou seja, os coeficientes das variáveis, *NI_v*, *BV_v* e *PRE*NI_v*, e os coeficientes totais destas variáveis com as *dummies* que lhes estão associadas. A coluna “*MEP-PRO*” apresenta, por sua vez, os efeitos incrementais da opção pelo *MEP* face ao *PRO*. Se as variáveis explicativas, *NI_v* e *BV_v*, forem mais *value relevant* em *MEP*, estes coeficientes serão

positivos, ou negativos no caso de $PRE*NI_v$ para *venturers* com prejuízos, e estatisticamente significativos.

Como esperado, o resultado líquido não teve nenhuma alteração em termos de *value relevance* face às empresas que mantiveram o PRO, como evidenciado pelo coeficiente estatisticamente não significativo (-2,44 e 1,07) na coluna “MEP-PRO”. Em contrapartida, ainda que com um coeficiente de apenas 0,47, nas empresas que optaram pelo MEP a variável, BV_v é comparativamente mais *value relevant*, a um nível de significância de menos de 1%.

No entanto, como descrito no capítulo anterior, na amostra em estudo, a alteração de método de consolidação enquadra-se no âmbito da conversão do Canadá para as *IAS/IFRS*. Os efeitos medidos pelas variáveis, $I*NI_v$, $I*BV_v$ e $PRE*NI_v$ incluem, assim, eventuais ajustamentos de transição e impacto da conversão dos *Canadian GAAP* para as *IAS/IFRS*, para além do método de consolidação das *joint ventures*, os quais poderão ter tido maior impacto ao nível do justo valor dos ativos líquidos, BV_v , ainda que os normativos fossem relativamente próximos (Liu, 2013). Uma breve análise dos ajustamentos de transição permitiu concluir que estes se referem ao reconhecimento dos ganhos/perdas atuariais, justo valor de instrumentos financeiros, nomeadamente, derivados embutidos, capitalização de encargos financeiros permitida nas *IAS/IFRS* e justo valor de ativos tangíveis e propriedades de investimento. Do teste efetuado ao impacto da conversão para as *IAS/IFRS* apenas para os *venturers* “PRO”, usando a mesma variável *dummy*, I , já que esta separa também os períodos “pré” e “pós *IAS/IFRS*”, conclui-se que, para este grupo, os coeficientes não tabelados das variáveis interativas não são estatisticamente significativos. Conclui-se, assim, que os efeitos da conversão para as *IAS/IFRS* foram apenas significativos para os *venturers* “MEP”, sugerindo que os efeitos sejam devidos a alteração de PRO para MEP.

Foi testada a inexistência de diferenças significativas entre o MEP e o PRO através dos testes *Wald* das hipóteses nulas: $\alpha_2 + \alpha_7$ (BV_v), $\alpha_1 + \alpha_6$ (NI_v) e $\alpha_4 + \alpha_9$ ($PRE*NI_v$, efeitos dos prejuízos). Os coeficientes de BV_v (0,06) e (0,53), respetivamente, estatisticamente não significativo e significativo (p -value de 0,3372 e 0,0004), para os *venturers* “PRO” e “MEP”, assim como os de NI_v e $PRE*NI_v$ sugerem que os ativos líquidos apenas têm relevância

para os *venturers* “MEP”. Contudo, além da alteração do método, efeitos setoriais ou de dimensão podem influenciar a diferença de *value relevance* entre as duas variáveis. Como referido no capítulo 5, os *venturers* que optaram pelo MEP são de maior dimensão, dos quais 62% pertencem à indústria, *Transportation and Utilities*

No sentido de verificar se os *venturers* “PRO” e “MEP” já tinham ou não diferenças de *value relevance* das variáveis em análise antes da conversão em 2011, regrediu-se o modelo (4.1) para o período de 2005 a 2010 com uma variável *dummy* para separar os dois grupos de *venturers*. Resultados obtidos, não tabelados, permitiram concluir que os *venturers* “PRO” e “MEP” já apresentavam, nesse período, diferenças de *value relevance* dos ativos líquidos (“PRO”: 0,02; *p-value*: 0,7979; “MEP”: 0,55; *p-value*: 0,0001). Contudo, o resultado era estatisticamente *value relevant* nos dois casos com um nível de significância a menos de 1% (“PRO”: *NI_v*: 4,75; *p-value*: 0,0000; *PRE*NI_v*: -11,80; *p-value*: 0,010; “MEP”: *NI_v*: 11,85; *p-value*: 0,0000; *PRE*NI_v*: -12,20; *p-value*: 0,000). Pelo confronto destes resultados com os da tabela 6, em que os *NI_v* “MEP” deixam de ser *value relevant*, conclui-se, que esses efeitos derivam da alteração de método, como à partida se admitia. A alteração de PRO para MEP teve, deste modo, impacto na *value relevance* do resultado líquido, mas não nos ativos líquidos dos *venturers* canadianos.

Consistente com Richardson *et al.* (2012), os *venturers* canadianos que mantiveram o PRO não sofreram alteração estatisticamente significativa de *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado líquido. Em contrapartida, os que alteraram de PRO para MEP verificaram uma alteração de *value relevance* dos ativos líquidos. De MEP para PRO, Richardson *et al.* (2012) concluíram por um declínio informacional dos ativos e dos passivos dos *venturers* com um nível de significância de 10%.

Relativamente às variáveis *dummy* dos anos em estudo, destaca-se o coeficiente negativo (5,32), com um nível de significância a menos de 5%, da variável, *Ano_4* (ano de 2008), por ser o ano de queda dos mercados financeiros.

Com base nos resultados discutidos, relativos ao caso canadano, aceita-se a hipótese de inexistência de alterações significativas em termos de *value relevance* entre a *IFRS 11* e a *IAS*

31 (H_1) relativamente ao resultado líquido, mas rejeita-se quanto à variável, BV_v com um nível de significância de menos de 1%. Embora se acredite que os resultados não foram afetados, não se exclui integralmente a possibilidade de as alterações verificadas na amostra em estudo poderem ter sido fruto de outras políticas contabilísticas na conversão para IAS/IFRS e pela possibilidade dos *venturers* escolherem o método que melhor se adequava, nomeadamente, às características das suas *joint ventures* e estruturas de financiamento (Lourenço e Curto, 2010).

Value Relevance dos Cash Flows Consolidados dos Venturers em MEP vs PRO (H_2)

A tabela 7 apresenta os resultados do modelo (4.2)³. O objetivo do teste é o de verificar se os *venturers* canadianos que alteraram o método de consolidação para MEP em 2011 tiveram um impacto na *value relevance* dos seus *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento dos *venturers*.

Tal como no modelo (4.1), o enfoque é nos coeficientes das variáveis explicativas associadas a I . Os coeficientes, δ_{10} , δ_{11} , δ_{12} , δ_{13} , δ_{14} , δ_{16} , e δ_{17} são os coeficientes incrementais de BV_v , ACC_v , CFO_v , CFI_v , CFF_v , $PRE*ACC_v$ e $PRE*CFO_v$ para os *venturers* que optaram pelo MEP. Estes coeficientes não serão estatisticamente significativos caso os *venturers* em estudo não tenham sofrido nenhum impacto em termos de *value relevance* dos seus *cash flows* pelo MEP. Os coeficientes, $\delta_1 + \delta_{10}$, $\delta_2 + \delta_{11}$, $\delta_3 + \delta_{12}$, $\delta_4 + \delta_{13}$ e $\delta_5 + \delta_{14}$, são os coeficientes totais das variáveis atrás referidas para os mesmos *venturers* com resultados positivos, e mais $\delta_7 + \delta_{16}$ e $\delta_8 + \delta_{17}$ no caso de prejuízos, os quais determinam a associação dos *cash flows* dos *venturers* que optaram pelo MEP com as cotações das ações. As colunas “PRO”, “MEP” e “MEP - PRO” têm o mesmo significado do da tabela 6.

Os coeficientes das variáveis, CFI_v e CFF_v não são estatisticamente significativos, tanto para os *venturers* “PRO” como “MEP”, assim como os efeitos incrementais “MEP-PRO”. Atendendo ao facto de as oportunidades de crescimento não serem constantes ao longo do ciclo de vida da empresa e, consequentemente, avaliadas de forma diferente pelos investidores, Black (1998) conclui que a *value relevance* dos *cash flows* de investimento e de

³ Estes resultados podem ser vistos em maior detalhe nos Anexos 4 e 5 (Testes Wald)

financiamento face ao resultado depende do estágio do ciclo de vida da empresa, tendo maior relevância os *cash flows* de investimento, em particular, no estágio de *start-up* e crescimento e os de financiamento no estágio de maturidade. Como se desconhece esse estágio para a amostra em análise e a variável, *CFF_v* não se encontra, de acordo com a matriz de correlação de Spearman, estatisticamente correlacionada com a cotação, sendo-o apenas marginalmente (0,20) na matriz de Pearson, foram estimados os coeficientes do modelo (4.2) retirando-a.

Tabela 7 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.2)

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 ACC_{it} + \delta_3 CFO_{it} + \delta_4 CFI_{it} + \delta_5 CFF_{it} + \delta_6 PRE + \delta_7 PRE * ACC_{it} + \delta_8 PRE * CFO_{it} + \delta_9 I + \delta_{10} I * BV_{it} + \delta_{11} I * ACC_{it} + \delta_{12} I * CFO_{it} + \delta_{13} I * CFI_{it} + \delta_{14} I * CFF_{it} + \delta_{15} I * PRE + \delta_{16} I * PRE * ACC_{it} + \delta_{17} I * PRE * CFO_{it} + \sum_{j=1}^7 \delta_{18j} IND_j + \sum_{t=2005}^{2012} \delta_{19t} ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	PRO		MEP		Sinal Esperado	MEP-PRO	
		Coeficiente	p-value	Coeficiente	p-value		Coeficiente	p-value
<i>BV_v</i>	+	0.14	0.8508	0.56	0.0014	+	0.54	0.0078
<i>ACC_v</i>	+	2.51	0.0001	-5.91	0.0855	-	-8.42	0.0162
<i>CFO_v</i>	+	2.69	0.0003	-0.96	0.7855	-	-3.65	0.3087
<i>CFI_v</i>	-	-0.68	0.1526	0.09	0.9727	+	0.77	0.7692
<i>CFF_v</i>	-	-0.10	0.8216	1.09	0.6858	+	1.19	0.6628
<i>PRE*ACC_v</i>	?	-3.94	0.0978	1.76	0.9048	?	5.70	0.7031
<i>PRE*CFO_v</i>	?	-2.83	0.4987	-4.33	0.8429	?	-1.51	0.9461
R^2					71%			
R^2 ajustado					66%			
Estatística F					17.16			
Período: 2005 - 2012								
Nº Observações					246			

Definição das Variáveis e Notas:

P - valor de mercado das ações ordinárias do *venturer*; *NI_v* - resultado líquido do *venturer*; *BV_v* - ativos líquidos do *venturer*; *PRE*, variável *dummy* que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano *t*, caso contrário 0; *I*, variável *dummy* que assume o valor 1 se o *venturer* optou pelo MEP, 0 se PRO; $\sum IND_j$ - conjunto de variáveis *dummy* que assume o valor 1 se o *venturer* pertencer ao setor *j* e o valor 0 se não pertencer; $\sum ANO_t$ - variáveis *dummy* que assume o valor 1 se a observação for do ano *t*, ou 0. Os coeficientes da coluna, "MEP" correspondem ao teste dos coeficientes totais das variáveis explicativas com as mesmas variáveis associadas à *dummy*, *I*, detalhado no Anexo 4. Os coeficientes da coluna, "MEP=PRO" correspondem aos coeficientes das variáveis que interagem com *I*. Por questões de parcimônia, não se tabelaram os coeficientes das variáveis *dummies*, *IND* e *ANO* estatisticamente significativas para os setores, *Construction*, *Mining*, *Real Estate*, *Services* e *Transportation and Utilities* e o Ano_4, não sendo qualitativamente diferentes dos tabelados para os modelos (4.1) e detalhados no Anexo 3.

Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do ano *t*.

A alteração na significância individual da variável explicativa, *BV_v* com a introdução no modelo (4.2) das novas variáveis, *CFI_v* e *CFF_v* indicia, por outro lado, multicolinearidade

entre essas mesmas variáveis, verificada na matriz de correlação apresentada na tabela 6. Uma das medidas utilizadas na literatura para resolver esse problema amostral consiste na eliminação de uma das variáveis colineares.

Regrediu-se, assim, o modelo (4.2) sem a variável CFF_v e CFI_v (modelo reduzido), estando os resultados apresentados nas colunas 4.(b) e 4.(c) do Anexo 4 ao presente estudo. A supressão dessa variável do modelo não provocou alterações qualitativamente significativas nos coeficientes das variáveis que permanecem no modelo. O coeficiente estatisticamente não significativo de CFF_v sugere, deste modo, que os *cash flows* de financiamento não têm *incremental value relevance*, para além do resultado líquido, dos ativos líquidos, dos *cash flows* operacionais e de investimento. Este resultado pode ser explicado pelo facto de a componente de juros estar incluída nos *cash flows* operacionais e não em financiamento, como referido no capítulo 5. Consta-se, por outro lado, que não há, de PRO para MEP, efeitos incrementais estatisticamente significativos relativamente aos *cash flows* de investimento.

Quanto aos *cash flows* operacionais e *accruals*, constata-se, para os *venturers* “PRO”, que os coeficientes associados às variáveis, ACC_v e CFO_v são estatisticamente significativos, consistentes com Barth *et al.* (1999), demonstrando o poder explicativo incremental das componentes do resultado líquido, *accruals* e *cash flows* operacionais, nos valores de mercado das ações. Estes autores concluem que, para os setores analisados, dos quais, *Mining, Construction, Utilities, Retail, Real Estate* e *Services*, o desdobramento do resultado nessas componentes tem um poder explicativo incremental significativo para além do resultado líquido. O sinal negativo associado aos coeficientes não tabelados I^*CFO_v (-4,76) estatisticamente significativos a menos de 10%⁴ indicia perda de *value relevance* dos *cash flows* operacionais. Ao contrário do referido na estimação do modelo (4.1), este resultado não se encontra influenciado pela conversão para as *IAS/IFRS*, dado tratar-se de um fluxo financeiro. Em contraponto, o coeficiente não tabelado de I^*ACC_v (-8,32), estatisticamente significativo a menos de 5%, contém efeitos do MEP e de outros potenciais ajustamentos decorrentes da conversão para as *IAS/IFRS*.

⁴ Como referido anteriormente, estes resultados podem ser vistos em maior detalhe nos Anexos 4 e 5.

Por fim, os coeficientes não significativos obtidos nos testes *Wald* aos coeficientes totais relativos aos efeitos informacionais dos prejuízos (*PRE*) confirmam que estes não têm impacto em termos de *value relevance* do resultado líquido, sendo considerados transitórios pelo investidor.

Em suma, conjugando os resultados obtidos no teste de H_1 , a alteração de PRO para MEP no Canadá apenas teve um impacto negativo na *value relevance* dos *accruals* e dos *cash flows* operacionais.

Face aos resultados precedentes para o caso canadano, não é assim de esperar um impacto negativo da *IFRS 11* na *value relevance* dos *cash flows* de investimento e de financiamento, contrariando a expectativa expressa em H_2 , estando, no entanto, em linha com esta última hipótese no que diz respeito aos *cash flows* operacionais consolidados dos *venturers*.

Value Relevance Incremental dos Cash Flows das Joint Ventures (H_3)

A tabela 8 apresenta os resultados do modelo (4.3), testando o *incremental value relevance* dos *cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento. Relembra-se, uma vez mais, que no período de 2004 a 2010 os *Canadian GAAP* obrigavam a essa divulgação.

Neste modelo, em PRO, as diversas componentes dos *cash flows* dos *venturers* incluem a parte relativa à *joint venture*. Os coeficientes λ_9 , λ_{10} e λ_{11} (modelo 4.3) e μ_5 , μ_6 e μ_7 (modelo 4.4) correspondem aos coeficientes incrementais de *value relevance* dos *cash flows* das *joint ventures*, ou seja, se estes forem estatisticamente significativos, a divulgação dos *cash flows* das *joint ventures* tem *incremental value relevance*. Os coeficientes totais dos *cash flows* das *joint ventures* no modelo (4.3) serão $\lambda_{3+} \lambda_9$, $\lambda_{7+} \lambda_{10}$, $\lambda_{8+} \lambda_{11}$.

Constata-se que a regressão do modelo (4.3) apenas com as variáveis explicativas do *venturer i* para o período agora em análise (2004 a 2010) não evidencia diferenças substanciais face aos resultados do modelo (4.2 em PRO) para o período global de 2004 a 2012, nomeadamente quanto à variável, *BV_v*.

Tabela 8 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.3)

$$P_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 BV_v_{it} + \lambda_2 ACC_v_{it} + \lambda_3 CFO_v_{it} + \lambda_4 PRE + \lambda_5 PRE * ACC_v_{it} + \lambda_6 PRE * CFO_v_{it} + \lambda_7 CFI_v_{it} + \lambda_8 CFF_v_{it} + \lambda_9 CFO_j_{it} + \lambda_{10} CFI_j_{it} + \lambda_{11} CFF_j_{it} + \lambda_{12} ACC_j_{it} + \sum_{j=1}^6 \lambda_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2009} \lambda_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	8 (a)		8 (b)	
		Coeficientes	p-value	Coeficientes	p-value
Constante	?	18,24	0.0000	18.36	0.0000
BV_v	+	0.08	0.5021	0.14	0.0791
ACC_v	+	1.64	0.0102	1.84	0.0044
CFO_v	+	2.50	0.0014	3.19	0.0000
PRE	?	-8.14	0.0029	-8.11	0.0031
PRE*ACC_v	?	1.99	0.7561	0.75	0.9070
PRE*CFO_v	?	5.77	0.5322	4.08	0.6579
CFI_v	-	-1.23	0.0271		
CFF_v	-	-0.61	0.1996		
CFO_j	-	-7.89	0.0001	-8.51	0.1750
CFI_j	+	-8.70	0.0001	-8.02	0.0000
CFF_j	+	-1.90	0.3933	-1.42	0.527
ACC_j	-	-7.51	0.0510	-5.01	0.175
R ²		76%		74%	
R ² ajustado		71%		71%	
Período : 2005 - 2010					
Nº Observações			152		
Teste aos coeficientes totais (Wald Test) - Venturer					
$\lambda_2 + \lambda_5$ (PRE*ACC_v)		3.64	0.5666	2.59	0.6835
$\lambda_3 + \lambda_6$ (PRE*CFO_v)		8.27	0.3665	7.26	0.4227
Teste aos coeficientes totais (Wald Test) - Joint Venture					
$\lambda_3 + \lambda_9$ (CFO_j)		-5.38	0.0184	-5.32	0.0000
$\lambda_7 + \lambda_{10}$ (CFI_j)		-9.93	0.0000	-8.02	0.0000
$\lambda_8 + \lambda_{11}$ (CFF_j)		-2.51	0.3868		
$\lambda_2 + \lambda_{12}$ (ACC_j)		-5.87	0.1355	-3.17	0.4009
Teste à igualdade de coeficientes (Wald Test) - Venturer					
$\lambda_2 = \lambda_3$ (ACC_v e CFO_v)			0.1733		0.0023
$\lambda_2 + \lambda_5 = \lambda_3 + \lambda_6$ (CFO_j)			0.2701		0.2559
Definição das Variáveis e Notas :					
P-valor de mercado das ações ordinárias do <i>venturer</i> ; BV_v: ativos líquidos do <i>venturer</i> ; ACC_v: <i>accruals</i> do <i>venturer</i> ; CFO_v/j: <i>cash-flows</i> operacionais do <i>venturer</i> /jv; CFI_v/j: <i>cash-flows</i> de investimento do <i>venturer</i> / jv; CFF_v/j: <i>cash-flows</i> de financiamento do <i>venturer</i> /jv; PRE - variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se o <i>venturer</i> apresenta prejuízo no ano t, caso contrário 0; Na coluna 8 (a) foram consideradas todas as variáveis explicativas do modelo (4.3), a coluna 8 (b) inclui os resultados da regressão sem CFF_v. As variáveis do modelo foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do período. O número de observações é inferior a 192 em virtude de nem todos os <i>venturers</i> estarem cotados nesse período ou terem efetuado as devidas divulgações sobre as <i>joint ventures</i> em <i>Canadian GAAP</i> . Por questões de parcimónia, não se tabelaram os coeficientes das variáveis <i>dummies</i> , IND e ANO estatisticamente significativas para os setores, <i>Construction, Mining, Real Estate, Services e Transportation and Utilities</i> e o Ano_4, não sendo qualitativamente diferentes dos tabelados para os modelos (4.1) no anexo 3.					

No entanto, tendo em atenção o referido na estimação do modelo anterior quanto aos indícios de multicolinearidade e à correlação relativamente às variáveis, CFI_v e CFF_v , efetuou-se a regressão do modelo (4.3) sem estas variáveis, sendo os resultados apresentados na coluna 8 (b). Tais indícios não foram verificados para as variáveis, CFI_j e CFF_j . A supressão não provoca alterações significativas nos coeficientes das variáveis que permanecem no modelo, mantendo-se o poder explicativo do modelo (R^2 ajustado de 71%).

Rejeita-se a hipótese de igualdade dos coeficientes (teste *Wald*), $\lambda_2=\lambda_3$ (*p-value*: 0,0023). A decomposição dos *accruals* e dos *cash flows* operacionais é incremental *value relevant*, ou seja, consistentemente com a literatura, há perda de informação útil para o investidor ao não serem desagregados os *cash flows* operacionais dos *venturers*. Verifica-se, por outro lado, pelos coeficientes não significativos de $PRE*ACC_v$ e PRE_CFO_v e pelo teste *Wald* dos coeficientes totais, que não existem efeitos específicos entre prejuízo e *cash flows* operacionais.

Relativamente às *joint ventures*, como esperado, o coeficiente de CFO_j é negativo e contrário a CFO_v . Os coeficientes das variáveis CFO_j e CFI_j são estatisticamente significativas para um nível de significância de menos de 1%, ou seja, a hipótese nula é rejeitada e as variáveis têm poder explicativo significativo incremental sobre o valor de mercado das ações do *venturer i*. Como esperado, os coeficientes de ACC_v , CFO_v são positivos e estatisticamente significativos, assim como CFI_j , neste caso, negativo, tendo em conta o sinal com que os mesmos foram coligidos (sinal negativo corresponde a fluxos de investimento líquido). No entanto, tal resultado é contrário ao esperado, tendo em conta que em PRO, CFI_j está incluído em CFI_v (Ohlson, 1999), podendo ser o resultado da correlação entre CFI_v e BV_v . Os coeficientes totais da variável, CFO_j ($\lambda_3 + \lambda_9$) e CFI_j ($\lambda_7 + \lambda_{10}$), são estatisticamente significativos a um nível de significância de menos de 5% e 1%, respetivamente.

Com base nos resultados obtidos, conclui-se que a divulgação dos *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures* é incremental *value relevant* e que os referidos *cash flows* têm uma associação significativa com o valor de mercado das ações dos *venturers* canadianos. Em contrapartida, não se infere, pelo coeficiente estatisticamente não

significativo dos *cash flows* de financiamento, a utilidade desta informação para o investidor na avaliação dos referidos *venturers*.

Face aos resultados obtidos para o caso canadano, confirma-se, em PRO, a expectativa expressa em H_3 quanto aos efeitos informacionais incrementais dos *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures*. Como discutido na secção 3.4, ressalva-se, contudo, que as conclusões deste estudo assumem que os mercados incorporam toda a informação divulgada, independentemente da forma, não tendo em conta os custos associados à complexidade de recolha da informação apenas divulgada (Barth *et al.*, 2001^a; Jifri e Citron, 2009). Poder-se-á argumentar que poderão ser efetuadas estimativas dos referidos *cash flows* operacionais e de investimento a partir das divulgações. No entanto, ainda que a *IFRS 12* venha requerer um aumento substancial das divulgações das *joint ventures*, o nível de detalhe não permite apurar com rigor as diferentes componentes dos *cash flows*.

Por fim, na tabela 9 apresentam-se os resultados da regressão do modelo (4.4) em complemento ao teste da H_3 , ou seja, em MEP:

Constata-se que, apesar dos *cash flows* das *joint ventures* não serem integrados, a desagregação da informação da *joint venture* relativamente aos *cash flows* operacionais e de investimentos dos *venturers* canadianos é estatisticamente significativa e incremental *value relevant*. A melhoria obtida na qualidade do ajustamento com a introdução de cada uma das variáveis, CFO_j e CFI_j separadamente no modelo base é superior relativamente a CFI_j (R^2 ajustado do modelo base: 65%; R^2 (CFO_j): 67%; R^2 (CFI_j): 71%; sugere que os *cash flows* de investimento serão mais *incremental value relevant* do que os *cash flows* operacionais. Tal não se verifica relativamente aos *cash flows* de financiamento.

Um teste adicional cujos resultados não se tabelaram, no qual a variável *PRE* interagiu com as variáveis CFO_j e CFI_j evidencia a não significância estatística dos respetivos coeficientes sem impacto ao nível dos coeficientes individuais de CFO_j e CFI_j (R^2 : 76% e R^2 ajustado: 73%; estatística F , 23,15), sugerindo que o facto dos *venturers* terem prejuízo não tem impacto no *incremental value relevance* dos *cash flows* das *joint ventures*, sendo informação útil independentemente do resultado dos *venturers*.

Tabela 9 - Coeficientes da Regressão do Modelo (4.4)

$$P_{it} = \mu_0 + \mu_1 NI_{-v_{it}} + \mu_2 BV_{-v_{it}} + \mu_3 PRE + \mu_4 PRE * NI_{-v_{it}} + \mu_5 CFO_{-j_{it}} + \mu_6 CFI_{-j_{it}} + \mu_7 CFF_{-j_{it}} + \mu_8 ACC_{-j_{it}} + \sum_{j=1}^6 \mu_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2009} \mu_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Coeficientes	p-value
Constante	?	16.16	0.0000
NI_v	+	5.40	0.0000
BV_v	+	0.17	0.0359
PRE	?	-6.93	0.0071
PRE*NI_v	-	-7.53	0.1610
CFO_j	-	-8.34	0.0000
CFI_j	-	-7.99	0.0003
CFF_j	-	-1.01	0.6120
ACC_j	-	-6.85	0.0494
R ²	77%		
R ² ajustado	74%		
Estatística F	23.62		
Período 2005-2010			
Nº Observações		152	
Definição das Variáveis e Notas:			
P: valor de mercado das ações ordinárias do <i>venturer</i> ; NI_v: resultado líquido do <i>venturer</i> ; BV_v: ativos líquidos do <i>venturer</i> ; CFO (I) (F)_j: <i>cash-flows</i> operacionais (de investimento) (de financiamento) da <i>joint venture</i> ; PRE: variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano t, caso contrário 0; ΣIND_j - conjunto de variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se o <i>venturer</i> pertencer ao setor j e o valor 0 se não pertencer; ΣANO_t - variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a observação for do ano t, ou 0, caso não seja. Todas as variáveis do modelo foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do ano.			

Confirma-se a expectativa expressa em H_3 apenas relativamente a CFO_j e CFI_j , assim como os resultados já evidenciados relativamente ao modelo (4.3). Independentemente, do método usado, PRO ou MEP, a divulgação da informação relativa aos *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures* é incremental *value relevant* na avaliação dos *venturers*. Contrariamente à hipótese formulada, a informação dos *cash flows* de financiamento das *joint ventures* não tem relevância valorativa para o investidor.

Embora já se tenha vindo a fazer essa ligação ao longo da discussão, a evidência recolhida e discutida nesta secção será utilizada mais abaixo para sistematizar as consequências esperadas da adoção da IFRS 11 e da IFRS 12, na parte relativa às divulgações da informação financeira das *joint ventures*.

6.4 Testes de Robustez

A análise de sensibilidade é um procedimento importante num estudo empírico no sentido de avaliar o grau de confiança nos resultados obtidos (Woolbridge, 2003). Deste modo, por forma a testar a robustez dos testes efetuados na secção anterior, repete-se a análise de regressão linear múltipla com a utilização de outro deflator, o total do ativo, para transformar as variáveis métricas dos modelos, assim como o controlo do efeito dimensão através da introdução de uma variável explicativa dimensão e a estimação dos coeficientes pelo método dos mínimos quadrados generalizados. Adicionalmente, analisa-se o impacto de outras variáveis qualitativas: o efeito da crise económica de 2008 e as variáveis Auditoria e Cotação noutra bolsa de valores.

Testes de Sensibilidade ao Efeito Dimensão

Na regressão dos modelos apresentados no capítulo 4, as variáveis explicativas métricas foram deflacionadas pelo número de ações, no sentido de minimizar o efeito da heteroscedasticidade e procurar cumprir com o pressuposto da homoscedasticidade dos erros do modelo clássico de regressão linear múltipla. Este deflator é, no entanto, contestado por alguns investigadores por considerarem que o número de ações permite um determinado grau de discricionariedade por parte da gestão através da emissão de novas ações ou *split* das mesmas, bem como pelas diferenças de valor nominal (Brown *et al*, 1999; Easton e Sommers, 2003). Existem, contudo, outras variáveis para mitigar a heteroscedasticidade e o efeito dimensão, como o total do ativo, os ativos líquidos, o valor de mercado das ações ou o próprio resultado líquido do período (Easton e Sommers, 2003).

Testou-se, sem tabelar a evidência obtida, o impacto nos resultados da regressão dos modelos com um deflator alternativo ao número de ações, o total do ativo⁵, outra *proxy* utilizada para a dimensão da empresa (*e.g.* Easton e Sommers, 2003; Lo, 2005). A exemplo de outros autores

⁵ Os fatores de deflação das variáveis alteram o significado económico das variáveis, devendo ser interpretados em conformidade, ficando nos modelos originais, a título de exemplo, a variável independente como sendo a avaliação de mercado por cada dólar canadiano de ativo, *NI_v* como sendo a rentabilidade do ativo ou *CFO_v*, *cash flow* operacional por cada unidade monetária do ativo (Easton e Summers, 2003). Intuitivamente, se depreende que estas variáveis poderão não estar relacionadas com a temática da avaliação da empresa, sugerindo que o melhor deflator seja o valor da capitalização bolsista (Easton e Summers, 2003).

(e.g. O’Hanlon e Taylor, 2007) face aos modelos originais apresentados no capítulo 4, a variável dependente passou a ser o valor de mercado da empresa dado pela sua capitalização bolsista à data de cada período de relato entre 2005 e 2012, deflacionada tal como as variáveis explicativas, pelo ativo do período anterior, para obter observações com uma dimensão constante (Brown *et al.*, 2000).

Uma solução alternativa ao deflator descrita na literatura, para viabilizar a inferência estatística perante o problema do efeito dimensão consiste em incluir no modelo, como variável explicativa, uma *proxy* da dimensão sob a forma logarítmica (Lo, 2004). Deste modo, como teste à robustez dos resultados obtidos na secção 6.3, foram regredidos os modelos originais adicionados da variável Dim_{it-1} , mensurada pelo logaritmo do ativo do *venturer i* no ano anterior, Ano_{t-1} (e.g. Kothavala, 2003; Bauman, 2007).

A evidência empírica obtida nestes testes de robustez não é qualitativamente diferente da tabelada e discutida na secção 6.3.

Por fim, tendo em conta as características diferenciadoras entre os *venturers* da amostra, o método dos mínimos quadrados poderá não ser o mais adequado. Apesar de ser o método mais utilizado para efeitos econométricos, este pode ser estatisticamente ineficiente ou enviesado. No sentido de confirmar que os problemas de heteroscedasticidade não influenciaram as conclusões retiradas dos coeficientes das equações estimadas na secção anterior, foram recalculados os estimadores dos modelos (4.1), (4.2), (4.3) e (4.4) pelo método dos mínimos quadrados generalizados (*EGLS – cross section weights*), um método utilizado quando a variância dos erros não é a mesma, (Easton e Summers, 2003), com ponderação da variância de cada *venturer*. Os resultados anteriormente discutidos genericamente confirmam-se.

Efeito da crise de 2008

A crise atual do *subprime* foi desencadeada em 2006, após a queda de algumas instituições de crédito dos Estados Unidos, as quais concediam empréstimos hipotecários de alto risco, tendo arrastado vários bancos para uma situação de insolvência com fortes repercussões sobre as

bolsas de valores mundiais. A crise foi revelada ao público a partir de Fevereiro de 2007, como uma crise financeira, um prenúncio da crise económica de 2008, pelo que foi considerado como período de crise a partir do ano de 2008 (Turnbull *et al.*, 2008).

No sentido de investigar se os *cash flows* das *joint ventures* são apenas incremental *value relevant* no período de crise económica, foi introduzida aos modelos (4.3) e (4.4) uma variável *dummy*, *Crisis*, a qual toma o valor 1 se a observação corresponde ao período de 2008 - 2010 e 0 se for do período 2004 – 2007. Os efeitos diferenciadores da crise económica atual, caso os haja, são medidos pelos coeficientes associados a essa variável⁶.

Relativamente ao *venturer*, o impacto da crise, aferida a partir da *value relevance* dos ativos líquidos, medido pelos coeficientes associados à variável *dummy*, *Crisis* (1,01 e 0,52 na estimação dos modelos (4.3) e (4.4), respetivamente), estatisticamente significativos a menos de 1% de significância indicia que o custo histórico é mais relevante em período de conjuntura desfavorável. Tais resultados são consistente com Davis-Friday e Gordon (2002).

Os coeficientes associados às variáveis, *Crisis*CFO_v* (-4,40) e *Crisis*CFO_j* (-12,23) sugerem, por sua vez, com um nível de significância de menos de 10% e 5%, respetivamente, que, em período de crise, os *cash flows* operacionais, tanto do *venturer* como da *joint venture*, tem uma associação diferenciada e negativa com a cotação, sendo os *cash flows* operacionais mais relevantes neste período. Embora o presente estudo recaia apenas sobre *venturers*, estes resultados contrariam o estudo de Choi *et al.* (2011), no qual os autores concluíram que a crise asiática de 1997-1998 não influenciou a relevância dos *cash flows* operacionais.

Os resultados obtidos sugerem que os *cash flows* operacionais apenas têm incremental *value relevance* no período de crise económica. Em contrapartida, os *cash flows* de investimento das *joint ventures* são incremental *value relevant* em período de conjuntura favorável. Tal poderá dever-se ao clima de maior incerteza vivido em períodos de crise. Este teste não contraria os resultados obtidos na regressão dos modelos (4.3) e (4.4) mas especifica em que

⁶ A regressão foi efetuada apenas com menos uma variável *dummy*, o *Ano_2* (ano de 2006), pelo facto de o número de observações não permitirem a estimação com efeitos fixos considerando todas as variáveis do modelo.

tipo de conjuntura os *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures* têm maior poder incremental para a avaliação das ações dos *venturers*.

Influência de Outras Variáveis Qualitativas

Alguns estudos empíricos de *value relevance* consideraram a influência das variáveis qualitativas, Auditoria e Cotação noutra bolsa de valores, ou seja, efeitos diferenciadores nos casos em que o auditor da empresa era uma *Big Four* (e.g. Lim *et al.*, 2003; Lourenço *et al.*, 2011) e as ações da empresa cotadas noutra bolsa de valores fora da jurisdição em estudo (Kothavala, 2003; Lourenço *et al.*, 2011).

Com o intuito de acautelar que estas variáveis não estejam a constituir-se em variáveis omissas, foram regredidos os modelos originais com a introdução de mais duas variáveis *dummy* na forma aditiva: *AUD*, (que assume o valor 1 se a empresa for auditada por uma empresa de auditoria, *Big Four*, 0 se não for) e *COT* (que assume o valor 1 se a empresa for cotada noutra bolsa de valores e 0 se apenas for cotada no *XTSE*). A variável *COT* foi mensurada a partir do *profile* da respetiva entidade constante da mesma base de dados da recolha dos dados originais (www.sedar.com, “*Company Profile*”, “*Stock Exchange*”). A evidência empírica obtida permite concluir que os resultados oportunamente discutidos não são qualitativamente afetados pela consideração dessas variáveis.

Alteração da Variável Dependente

Um último teste de robustez que considera uma diferente mensuração da variável dependente, *P*, considerando alternativamente o valor de mercado das ações à data do relatório, ou seja, o valor de mercado 3 meses após a data de relato (e.g. Akbar *et al.*, 2011, Hsu, *et al.*, 2012; Lourenço *et al.*, 2011), cujas estatísticas descritivas comparativas se apresentam na tabela 10. Os resultados empíricos obtidos são qualitativamente idênticos aos tabelados e discutidos na secção 6.3, o que era esperado face aos valores médios, medianos e desvio-padrão comparativos apresentados na tabela abaixo.

Tabela 10 - Estatística Descritiva Comparativa da Cotação da Ação (2005-2012)

Variável	Média	Mediana	Maximo	Mínimo	Desvio Padrão	N
<i>P</i>	15.09	10.33	59.77	0.03	15.6	246
<i>P₁</i>	15.36	10.40	57.19	0.03	15.4	246

Definição das variáveis:
P - cotação da ação à data do relato; *P₁* - cotação 3 meses após essa data.
 Período -2005 a 2012

*

* *

Em suma, a evidência empírica coligida e discutida, até ao momento, parece apontar no sentido de que o PRO é mais *value relevant* do que o MEP no que respeita aos *cash flows* operacionais e de investimento dos *venturers* e o mesmo tipo de *cash flows* das *joint ventures* relevantes para a tomada de decisão do investidor. Por conseguinte, encontrou-se evidência empírica que tende a corroborar, de um modo geral, as intuições subjacentes às hipóteses de investigação formuladas, evidências essas que tendem a ser consistentes com a literatura nomeadamente a respeito das divulgações dos ativos, passivos, rendimentos e gastos das *joint ventures*.

Com base nos resultados obtidos, discute-se na secção 6.5 o que poderá advir da aplicação da *IFRS 11* e *12*, aferida a partir da de *value relevance* dos ativos líquidos, resultado líquido e *cash flows*.

6.5 Consequências da Adoção da *IFRS 11* e da *IFRS 12*

Recordando, a entrada em vigor da *IFRS 11* irá consubstanciar-se numa alteração do método de consolidação para os *venturers* que optaram por consolidar as suas entidades conjuntamente controladas pelo PRO na *IAS 31*. Em contraponto, os que consolidavam pelo MEP apenas terão que incrementar o nível de divulgações exigidas pela *IFRS 12*.

Sistematizando as consequências esperadas da adoção da *IFRS 11* e *12* com base na evidência empírica recolhida para o caso canadano, a alteração do método de consolidação de PRO

para MEP sugere que se venha a verificar após a entrada do novo quadro normativo uma alteração significativa da *value relevance* dos ativos líquidos, mas não do resultado líquido. Esta conclusão contraria a expectativa formulada em H_1 relativamente ao resultado líquido. Outros *drivers*, tais como o maior uso do justo valor *versus* custo histórico, implícito no normativo internacional, assim como o período de conjuntura desfavorável dos últimos anos, podem ter tornado o resultado menos útil para o investidor em contraponto ao ganho de *value relevance* dos ativos líquidos dos últimos anos (Hail, 2013). Esta tendência poderá não se verificar nos próximos períodos.

Quanto ao impacto da *IFRS 11* nos *cash flows* consolidados dos *venturers*, em linha com H_2 , a evidência empírica recolhida sugere que a adoção daquela norma irá implicar um declínio de *value relevance* dos *cash flows* operacionais consolidados, assim como dos *accruals* dos *venturers*, independentemente destes apresentarem lucro ou prejuízo no período. Conclui-se, contudo, no sentido contrário para os *cash flows* de investimento e de financiamento, no caso destes últimos não incluírem os juros de financiamento.

No que diz respeito ao nível de desagregação relevante da informação financeira das *joint ventures*, conclui-se que a divulgação dos *cash flows* operacionais e de investimento daquelas entidades acrescenta utilidade à informação reportada dos ativos líquidos, do resultado líquido e dos *cash flows* para a avaliação do investidor, os primeiros em períodos de crise económica e os segundos em conjunturas favoráveis. Por conseguinte, a não inclusão das referidas divulgações na *IFRS 12*, a qual deve ser lida em conjunto com a *IFRS 11*, traduz-se numa perda de informação útil para o investidor. A evidência empírica recolhida contraria a hipótese formulada relativamente aos *cash flows* de financiamento relativamente aos quais se conclui não terem relevância informacional incremental.

7 Conclusões, Contributos e Limitações do Estudo

“The equity method of accounting for some investments is often criticized.... The research project will involve a fundamental assessment of the equity method in terms of its usefulness to investors and difficulties for preparers.” (IASB, 2013)

Principais Conclusões

A escolha do método de consolidação mais apropriado às *joint ventures* tem sido discutida desde há décadas, tendo o IASB alterado recentemente a opção entre o método proporcional (PRO) e o método de equivalência patrimonial (MEP) prevista na IAS 31 para a obrigatoriedade do uso do MEP vertida na IFRS 11 com as divulgações adicionais dispostas na IFRS 12. O objetivo genérico do presente estudo é discutir as potenciais consequências ao nível informacional resultantes da adoção do novo normativo em 2013 e, em particular para os *venturers* que tenham anteriormente optado pelo PRO.

Com base numa amostra de 32 empresas canadianas para os períodos de 2004 a 2012, testou-se o impacto da alteração do PRO para o MEP em termos de *value relevance* dos ativos líquidos, do resultado líquido e dos *cash flows* dos *venturers* que optaram pelo MEP aquando da conversão para as IAS/IFRS em 2011 face ao período anterior em que os *Canadian GAAP* obrigavam à consolidação pelo PRO. A evidência empírica obtida corroborou em parte as hipóteses formuladas. Os resultados obtidos sugerem, à partida, a inexistência de impacto da IFRS 11 na utilidade da informação financeira dos *venturers* aferida a partir da *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado líquido, mas apenas quanto a este.

Como esperado, o estudo evidencia, por outro lado, um impacto negativo daquele normativo na *value relevance* dos *cash flows* consolidados dos *venturers*, mas apenas relativamente aos *cash flows* operacionais. Contrariando a hipótese formulada, prevê-se que a adoção da IFRS 11 não venha a ter impacto na *value relevance* dos *cash flows* de investimento dos *venturers*. Conclui-se também de que não haverá nenhum impacto ao nível do poder explicativo valorativo dos *cash flows* de financiamento dos *venturers*, caso os juros remuneratórios do capital alheio sejam considerados como *cash flows* operacionais e não de financiamento.

Por fim, o estudo evidencia a *value relevance* incremental da divulgação dos *cash flows* operacionais e de investimento das *joint ventures*, tanto em PRO como em MEP, os operacionais nos períodos de crise económica e os de investimento em conjunturas favoráveis. Contudo, estas divulgações não foram contempladas pela IFRS 12.

Contributos

Considera-se que este estudo contribui para a literatura que aborda a temática da consolidação das *joint ventures* e, em particular, da identificação de qual a informação a desagregar no relatório consolidado dos *venturers* relativamente àquelas. A presente investigação afigura-se de particular relevância não só do ponto de vista de investigação académica, mas também para os organismos emissores de normativos contabilísticos, assim como para os preparadores e utilizadores da informação financeira, na medida em que estuda os impactos de uma alteração numa política contabilística (Barth *et al.*, 2001b) e quais as divulgações relevantes a constarem das notas por forma a reduzir a assimetria da informação (Healy e Palepu, 2000).

Para além do contributo genérico que representam para a literatura sobre a problemática da consolidação das *joint ventures*, três resultados destacam-se dos restantes.

O primeiro refere-se à *value relevance* dos *cash flows* dos *venturers*. Tem sido estudado empiricamente a significância do efeito do PRO e do MEP na *value* e *risk relevance* dos ativos, passivos e desagregação do resultado líquido dos *venturers*, assim como a *value relevance* dos *cash flows* em geral. Contudo, tanto quanto ressaltou da revisão da literatura efetuada, não tem sido especificamente analisado o poder explicativo dos *cash flows* dos *venturers* em cada um dos métodos. A adoção do MEP, tal como se conclui neste estudo, tem efeitos que podem ser significativos ao nível desses *cash flows* consolidados e a alteração de método de PRO para MEP terá repercussões também a esse nível.

O segundo refere-se à relevância da divulgação dos *cash flows* das *joint ventures* (*cash flows* operacionais, de investimento e de financiamento), a qual também não tem sido estudada, admitindo-se como causa para este vazio o facto, de, até aqui, não ter sido exigida ao abrigo

da IAS 31 e de outros normativos contabilísticos. Tem sido dado especial enfoque ao estudo de *value relevance* incremental dos ativos, passivos, rendimentos e gastos, acrescentando-se, na presente investigação, a dos *cash flows*.

Por fim, um contributo importante refere-se ao estudo prospetivo de uma norma a adotar (no espaço europeu), na medida em que possibilita um conhecimento das suas potenciais consequências informacionais para os investidores, as quais, contudo, terão maior ou menor impacto consoante as jurisdições, em particular no espaço europeu, dadas as diferentes opções tomadas no âmbito da IAS 31.

Limitações do Estudo

Este estudo apresenta algumas limitações. Uma primeira diz respeito à reduzida dimensão da amostra global e do número de observações dos anos de 2011 e 2012 em MEP, o que pode ter efeito na inferência estatística e, consequentemente, nos resultados obtidos. A dimensão da amostra impossibilita, nomeadamente, a estimação dos modelos por sub-amostras setoriais, no sentido de corroborar os resultados obtidos para a generalidade da amostra, assim como a repetição dos testes sem o efeito de observações influentes no sentido de mitigar algum efeito dimensão não captado pelos deflatores utilizados (Easton e Sommers, 2003).

Uma segunda limitação diz respeito à mensuração das variáveis. A variável, *CFO_v*, inclui em alguns casos os dividendos distribuídos no período já incluídos na mensuração da variável, *BV_v*, podendo influenciar os resultados obtidos. Por outro lado, o potencial erro na recolha manual de dados nos relatórios e contas, em particular das *joint ventures* (Anexo 2), pode igualmente ter afetado os resultados obtidos.

Ao nível da *value relevance* dos ativos líquidos e do resultado, a inferência do impacto da IFRS 11 a partir do caso canadano está condicionada pelo facto da alteração do método de PRO para MEP nessa jurisdição ter sido acompanhada de outras alterações de políticas contabilísticas e ter decorrido de uma opção normativa. No presente estudo, ficou por controlar eventuais impactos na cotação dos *venturers* relacionados com os “sinais” que as

opções normativas desses *venturers* possam conter (Lourenço *et al.*, 2010; Richardson *et al.*, 2012).

Finalmente, não é claro que as conclusões retiradas de uma determinada jurisdição sejam generalizáveis a outras (Azkbar *et al.*, 2011) e a todo o tipo de *joint ventures*, *Link* ou *Scale* (Lourenço e Curto; 2010). Os coeficientes obtidos podem depender do *mix* de *joint ventures* na amostra utilizada e destas pertencerem ou não à mesma indústria dos *venturers* com ou sem riscos e benefícios diferenciados (Hennart e Reddy, 1997).

Desenvolvimentos Futuros

Uma extensão desta investigação poderá consistir na sua repetição com uma amostra mais extensa e dados de outras indústrias para análise do MEP nos *cash flows* dos *venturers*, controlando o ciclo de vida destes. Estudos adicionais poderão ainda ser desenvolvidos para testar o impacto da alteração do normativo nos *cash flows* operacionais ajustados dos juros e dos dividendos, no sentido de corroborar os resultados obtidos neste estudo quanto à *value relevance* dos *cash flows* operacionais e de financiamento.

Quanto ao impacto da divulgação dos *cash flows* das *joint ventures*, dada a inexistência de informação noutros normativos, o presente estudo poderá ser repetido com uma amostra maior e mais heterogénea em termos setoriais no sentido de corroborar os resultados obtidos, inserindo ainda uma variável controlo do setor de atividade face ao *venturer* no sentido de serem identificadas eventuais diferenças do tipo e risco associado à *joint venture*.

No fundo, as limitações do estudo podem ser olhadas como passíveis de constituir fonte de investigação futura.

8 Referências Bibliográficas

AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) (1979), “Joint Venture Accounting”, *Issues Paper*, <http://www.fasb.org>., acessado em 1 de julho de 2013.

ASB (Accounting Standard Board) (1997), “FRS 9 - Associates and Joint Ventures”, <http://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/ASB>, acessado em 2 de maio 2013.

Ahmed, A. S., E. Kilic e G. J. Lobo (2006), “Does Recognition Versus Disclosure Matter? Evidence from Value-Relevance of Banks' Recognized and Disclosed Derivative Financial Instruments”, <http://ssrn.com/abstract=590182>, acessado em 30 de abril de 2013.

Akbar, S., S. Zulfiqar, A. Shah e A. W. Stark (2011), “The Value Relevance of Cash Flows, Current Accruals, and Non-Current Accruals in the UK”, <http://ssrn.com/abstract=1805004>, acessado em 15 de junho de 2013.

Barth, M. E., W. H. Beaver, J. Hand e W. R. Landsman (1999), “Accruals, Cash Flows, and Equity values”, <http://ssrn.com/abstract=149768>, acessado em 27 de junho de 2013.

_____, G. Clinch e T. Shibano (2001a), “Market Effects of Recognition and Disclosure”, <http://ssrn.com/abstract=245971>, acessado em 27 de junho de 2013.

_____, W. H. Beaver e W. R. Landsman (2001b), “The Relevance of the Value Relevance literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 31, pp. 77-104.

_____ e G. Clinch (2009), “Scale Effects in Capital Markets-Based Accounting Research”, <http://ssrn.com/abstract=201228>, acessado em 7 de maio de 2013;

Bauman, V. (2007), “Proportional Consolidation versus Equity Method: Additional Evidence on the Association with Bond Rating”, *International Review of Financial Analysis*, Nº 16 (5), pp. 496-507.

Bernard, V. e T. L. Stober (1989), “The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flows and Accruals”, *The Accounting Review*, Vol. 64, Nº 4, pp. 723-747.

Biddle, G. C., G. Seow e A. Siegel (1995), “Relative versus Incremental Information Content”, <http://ssrn.com/abstract=2505>, acessado em 7 de julho de 2013.

Bierman Jr., H. (1992), “Proportional Consolidation and Financial Analysis”, *Accounting Horizons*, Nº 6 (4), pp. 5-17.

Black, E. L. (1998), “Which is More Value-Relevant: Earnings or Cash Flows?”, <http://ssrn.com/abstract=118089>, acessado em 26 de maio de 2013.

Borges, A., Rodrigues A. e Rodrigues R. (2005), *Elementos de Contabilidade Geral*, Coleção Contabilidade, 22ª Edição, Áreas Editora.

Brown, S., K. Lo. e T. Z. Lys (2000), “Use of R-squared in Accounting Research: Measuring Changes in Value Relevance over the Last Four Decades”, <http://ssrn.com/abstract=196068>, acessado em 11 de agosto de 2013.

Cheng, C. S.A. e D. Hollie (2005), “The Persistence of Cash Flow Components into Future Cash Flows”, <http://ssrn.com/abstract=562043>, acessado em 30 de junho de 2013.

Choi, J., J. Kim e J. J. Lee (2011), “Value Relevance of Discretionary Accruals in the Asian Financial Crisis of 1997 – 1998”, *Financial, Journal of Accounting and Public Policy*, Nº 30, pp. 166 – 187.

Davis-Friday, P. Y. e E. A. Gordon (2002), “The Effect of Macroeconomic Changes on the Value Relevance of Accounting Information: The Case of Mexico and the 1995 Financial Crisis”, <http://ssrn.com/abstract=322762>, acessado em 29 de agosto de 2013.

Dechow, P. (2004), “Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance – The Role of Accounting Accruals”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 18, pp. 3-42.

Deloitte Touche Tohmatsu (2008), “Comment Letter – Exposure Draft (ED) 9 Joint Arrangements”, <http://www.iasb.org>, acedido em 1 de maio de 2012.

Dieter, R. e A. Wyatt (1978), “The Expanded Equity Method –an Alternative in Accounting for Investments in Joint Ventures”, *The Journal of Accountancy*, June, pp. 89-94.

EFRAG (European Financial Reporting Advisory Group) (2012), “Feedback Report On Field – Tests on IFRS 10, IFRS 11 and IFRS 12”, <http://www.efrag.org/>, acedido em 4 de dezembro de 2012.

Easton, P. D. e G. A. Sommers (2003), “Scale and Scale Effects in Market-Based Accounting Research”, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 30, Issue 1-2, pp. 25-56, <http://ssrn.com/abstract=212708>, acedido em 8 de maio de 2013.

Elhamawy, S. M. e W. M. Habib (2009), “On the Value Relevance of Finance's Cash Flow and Accounting's Accruals: Empirical Evidence from Egypt”, <http://ssrn.com/abstract=1558768>, acedido em 11 de julho de 2013.

Giner, B. e C. S. Verón (2012), “Determinantes de la Discrecionalidade Directiva en la Eleccion del Método Contable de las Participaciones en Negócios Conjuntos”, *Revista Espanola de Financiacion y Contabilidad*, Nº 156, pp. 571-595.

Graham, R. C., R. D. King e C. Morrill (2001), “Proportionate Consolidation vs. the Equity Method: A Decision Usefulness Perspective on Reporting Interests in Joint Ventures”, *Accounting Horizons*, Vol 18, pp.104-121, <http://ssrn.com/abstract=306839>, acedido em 22 de março de 2013.

Hail, L. (2013), “Financial Reporting and Firm Valuation: Relevance Lost or Relevance Regained?”, <http://ssrn.com/abstract=2200428>, acedido em 2 de agosto de 2013.

Healy, P. M. e K. Palepu (2000), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature”, JAE Rochester Conference April 2000, <http://ssrn.com/abstract=258514>, acedido em 5 de agosto de 2013.

Hennart, J. F (1988), “A Transaction Cost Theory of Equity Joint Ventures”, *Strategic Management Journal*, Vol.9, Nº 4, pp 361-374, <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=44957>, acessado em 8 de agosto de 2013.

_____ e S. Reddy (1997), “The Choice between Mergers/Acquisitions and Joint Ventures: the Case of Japanese Investors in the United States”, *Strategic Management Journal*, Nº 18, pp. 1-13.

Hsu, A. W., R. Duh e K. Cheng (2012), “Does the Control-based Approach to Consolidated Statements Better Reflect Market Value than the Ownership-based Approach”, *The International Journal of Accounting*, Nº 47, pp. 198-225.

IASB (International Accounting Standards Board) (2011a), “Effect Analysis, *IFRS 11 Joint Arrangements and disclosures for joint arrangements*”, <http://www.ifrs.org/>, acessado em 1 de maio de 2012.

IASB (International Accounting Standards Board) (2011b), International Financial Reporting Standard, *IFRS 11 - Joint Arrangements*.

IASB (International Accounting Standards Board) (2011c), International Financial Reporting Standard, *IFRS 12 - Disclosure of Involvement in Other Entities*.

IASB (International Accounting Standards Board) (2013), “Project Equity Method”, <http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/equity-method-accounting>, acessado em 2 junho 2013

Jifri, K. A. e D. Citron (2009), “The Value Relevance of Financial Statement Recognition versus Note Disclosure: Evidence from Goodwill Accounting”, *European Accounting Review*, Nº18:1, pp 123-140.

Joos, P. R. e G. A. Plesko (2004), “Valuing Loss Firms”, MIT Sloan Working Paper Nº 4491-04, <http://ssrn.com/abstract=562043>, acessado em 8 de maio de 2013.

Kothavala, K., (2003), “Proportional Consolidation versus the Equity Method: A Risk Measurement Perspective on Reporting Interests in Joint Ventures”, *Journal of Accounting and Public Policy*, N° 22, pp 517-538.

Lefebvre, F. (2010), *Comptes Consolidés – Règles Françaises*, Mémento Expert, França.

Li, S., B. I. Lev e T. Sougiannis (2009), “The Usefulness of Accounting Estimates for Predicting Cash Flows and Earnings”, <http://ssrn.com/abstract=716641>, acedido em 11 de julho de 2013.

Lim, C., C. Yeo e C. Liu (2003), “Information Asymmetry and Accounting Disclosures for Joint Ventures”, *International Journal of Accounting*, N° 38, pp 23-39.

Liu, G. e J. Y. Sun (2013), “Did the Mandatory Adoption of IFRS Affect the Earnings Quality of Canadian Firms?”, <http://ssrn.com/abstract=2200735>, acedido em 5 de julho de 2013.

Lo, K. (2004), “The Effects of Scale Differences on Inferences in Accounting Research: Coefficient Estimates, Tests of Incremental Association and Relative Value Relevance”, <http://ssrn.com/abstract=555684>, acedido em 7 de maio de 2013.

Lopes, A. I., I. Lourenço e M. T. Soliman (2012), “Do Alternative Methods of Reporting Non-Controlling Interests Really Matter?”, *Australian Journal of Management*, Vol. 38, N° 1, <http://ssrn.com/abstract=2253333>, acedido em 16 de agosto de 2013.

Lourenço, I. e J. Curto (2010), “Determinants of Accounting Choice Between Alternative Reporting Methods of Interests in Jointly Controlled Entities”, *European Accounting Review* N° 19 (4), pp. 739-773.

_____, S. Fernandes e J. Curto (2011), “How Does the Market View Interest in Jointly Controlled Entities?”, *Spanish Journal of Finance and Accounting Forthcoming*, <http://ssrn.com/abstract=1879551>, acedido em 18 de março de 2013.

Moskalev, S. e R. B. Swensen (2006), “Joint Venture around the Globe from 1990-2000: Forms, Types, Industries, Countries and Ownership Patterns”, <http://ssrn.com/abstract=878210>, acessado em 14 abril 2013.

Nobes, C. (2002), “An analysis of the International Development of the Equity Method”, *Abacus*, Vol. 38, Nº 1, pp. 16-45, <http://ssrn.com/abstract=308763>, acessado em 2 de novembro de 2012.

O’Hanlon, J. F. e P. Taylor (2007), “The Value Relevance of Disclosures of Liabilities of Equity Accounted Investees: UK Evidence”, *Accounting and Business Research*, Nº 37(4), pp. 267-284.

Ohlson, J. A. (1995), “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, Nº 2, pp. 661-687.

_____ (1999), “On Transitory Earnings”, *Review of Accounting Studies*, Nº 4, pp. 145-162.

Oliveira, M. M., L. D. Santos e N. Fortuna (2011), *Econometria*, Lisboa: Escolar Editora.

Ota, K. (2001), “The Value-Relevance of Book Value, Current Earnings, and Management Forecasts of Earnings”, <http://ssrn.com/abstract=280876>, acessado em 11 de julho de 2013.

Penman, S. H. e N. Yehuda (2004), “The Pricing of Earnings and Cash Flows and an Affirmation of Accrual Accounting”, <http://ssrn.com/abstract=603482>, acessado em 15 de julho de 2013.

Reuer J. J. (1997), “Shareholder Health Effect of Joint Venture Termination: A Transaction Cost Analysis”, www.insead.edu/facultyresearch/research/doc.cfm, acessado em 30 de agosto de 2013.

Reklau, L. (1978), “Comments to D/W’s comments” em Dieter, R. e A. Wyatt (1978), “The Expanded Equity Method –an Alternative in Accounting for Investments in Joint Ventures”, *The Journal of Accountancy*, June, pp. 89-94.

Richardson, W., R. R. Roubi e K. Soonawalla (2012), “Decline in Financial Reporting for Joint Ventures? Canadian Evidence on Removal of Financial Reporting Choice”, *European Accounting Review*, Vol. 21, Issue 2, pp. 373-393.

Soonawalla K. (2006), “Accounting for Joint Ventures and Associates in Canada, UK and US: Do US Rules Hide Information?”, <http://ssrn.com/abstract=903449>, acessado em 2 de novembro de 2012.

Stoltzfus, R.L. e P. R. Epps (2005), “An Empirical Study of the Value-Relevance of Using Proportionate Consolidation Accounting for Investments in Joint Ventures”, *Accounting Forum*, Vol 29, pp.169-190.

Swaminathan, S., e J. Weintrop (1991), “The Information Content of Earnings, Revenues, and Expenses”, *Journal of Accounting Research*, Vol 29, Nº 2, pp 418-427.

Tiron-Tudor, A. e V. Muller (2009), “Agreement and Disagreement Regarding IASB's Proposed Changes to Accounting for Joint Ventures”, *Accounting and Management Information Systems*, Vol. 8, Nº 1, pp 7-26.

Turnbull, S. M., M. Crouhy e R.A. Jarrow (2008), “The Subprime Credit Crisis of 07”, <http://ssrn.com/abstract=1112467>, acessado em 18 de julho de 2013.

Whittred, G. (1987), “The Derived Demand for Consolidated Financial Reporting”, *Journal of Accounting and Economics*, Nº 9 (3), pp 259-285.

Wooldridge, J. M. (2003), *Introductory Econometrics: A Modern Approach*, 2ª Edição, Ohio: Thomson South-Western.

9 Anexos

Anexo 1 - Lista dos *Venturers* da Amostra

Nº	<i>Venturer</i>	Código SIC	Sector de Atividade	Cotação
1	Aecon Group Inc	1611	<i>Construction</i>	XTSE
2	Akita Drilling Limited	1381	<i>Mining</i>	XTSE
3	Algoma Central Corp.	4432	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
4	Altagas Limited	4924	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
5	Atco Limited	4924	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
6	Atlantic Power Corp.	4911	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE; NYSE
7	Biotech Environmental Technologies Inc	4941	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
8	Bird Construction Inc	1522	<i>Construction</i>	XTSE
9	Brookfield Asset Management Inc	1522	<i>Construction</i>	XTSE; NYSE
10	Canadian Utilities Limited	4925	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
11	Cenovus Energy Inc	1311	<i>Mining</i>	XTSE; NYSE
12	Churchill Corp.	1541	<i>Construction</i>	XTSE
13	Consolidated HCI Holdings Corp.	6552	<i>Real Estate</i>	XTSE
14	Counsel Corp.	4813	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
15	Cvtech Group Inc	1623	<i>Construction</i>	XTSE
16	Empire Company Limited	5411	<i>Retail Trade</i>	XTSE
17	Empire Industries Limited	3312	<i>Manufacturing</i>	XTSE
18	Genesis Land Development Corp.	6552	<i>Real Estate</i>	XTSE
19	Halmont Properties Corp.	6531	<i>Real Estate</i>	XTSE
20	Husky Energy Inc	1311	<i>Mining</i>	XTSE
21	Innervex Renewable Energy Inc	4911	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
22	Logistec Corp.	4491	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
23	Melcor Developments Limited	1522	<i>Construction</i>	XTSE
24	Newnorth Projects Limited	4952	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
25	North American Energy Partners Inc	1389	<i>Mining</i>	XTSE; NYSE
26	Plazacorp Retail Properties Limited	6512	<i>Real Estate</i>	XTSE
27	Primary Energy Recycling Corp.	4931	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
28	Sherritt International Corp.	1221	<i>Mining</i>	XTSE
29	SNC-Lavalin Group Inc	8711	<i>Services</i>	XTSE
30	Suncor Energy Inc	2911	<i>Manufacturing</i>	XTSE; NYSE
31	Transcanada Pipelines Limited	4922	<i>Transportation and Public Utilities</i>	XTSE
32	Wallbridge Mining Company Limited	1099	<i>Mining</i>	XTSE

Notas:

Fonte: www.sedar.com; Setores de atividade: *Construction* (SIC 15-17); *Manufacturing* (SIC 20-39); *Mining* (SIC 10-14); *Real Estate* (SIC 60-67); *Retail Trade* (SIC 52-59); *Services* (SIC 70-89); *Transportation and Public Utilities* (SIC 40-49) (Fonte: <http://siccode.com/en/siccode/list/directory>, acessado em 14 de maio de 2013); XTSE: *Toronto Stock Exchange*; NYSE: *New York Stock Exchange*.

Anexo 2 - Exemplo de Informação Divulgada Relativamente às *Joint Ventures*

4) JOINT VENTURES

The Company participates in several incorporated and unincorporated joint ventures and the consolidated financial statements include the Company's proportionate share of the assets, liabilities, revenues, expenses, net income and cash flows of these joint ventures.

(a) The following table sets out the Company's proportionate share of the assets, liabilities, venturers' equity, revenues, expenses, income and cash flows of these joint ventures. Included in expenses in the determination of net income of joint ventures are income taxes for those entities that are separately liable for the payment of taxes. Income taxes are not included for joint ventures where income taxes are the responsibility of the joint venture partners. Income taxes included in joint venture expenses amounted to \$4,330 (2009 – \$8,903).

	2010	2009
	\$	\$
Assets		
Current	200,702	162,503
Property, plant and equipment	1,291	2,905
Other	240,453	220,287
	442,446	385,695
Liabilities		
Current	156,497	226,684
Long-term	165,068	64,357
Venturers' equity	120,881	94,654
	442,446	385,695
Revenues	266,242	320,667
Expenses	216,482	275,863
Net income	49,760	44,804
Cash provided by (used in)		
Operating activities	100,880	83,512
Investing activities	(39,817)	(135,681)
Financing activities	(30,635)	23,812

Fonte: Nota 4 – Relatório e Contas a 31 de Dezembro de 2010 do *venturer* canadiano, Aecon Group Inc, disponível em www.Sedar.com e <http://www.aecon.com>, acedido em 15 de maio de 2013.

Anexo 3 - Tabela Detalhada dos Coeficientes de Regressão do Modelo (4.1)

$P_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_v_{it} + \alpha_2 BV_v_{it} + \alpha_3 PRE + \alpha_4 PRE * NI_v_{it} + \alpha_5 I + \alpha_6 I * NI_v_{it} + \alpha_7 I * BV_v_{it} + \alpha_8 I * PRE * NI_v_{it} + \sum_{j=1}^6 \alpha_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \alpha_t ANO_t + \varepsilon_{it}$				
Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	Coeficientes	Estatística <i>t</i>	<i>p-value</i>
Constante	?	13.10	4.39	0.0000
NI_v	+	5.09	7.22	0.0000
BV_v	+	0.06	0.96	0.3372
PRE	?	-6.14	-3.19	0.0016
PRE*NI_v	-	-7.79	-4.22	0.0000
I	?	-1.13	-0.28	0.7827
I*NI_v	-	-2.44	-1.14	0.2574
I*BV_v	+	0.47	2.86	0.0046
I*PRE	?	0.81	7.90	0.9182
I*PRE*NI_v	+	1.07	11.32	0.9248
Variáveis de Controlo - Indústria				
IND_CON (Construction)	?	-9.77	-3.68	0.0003
IND_MI (Mining)	?	-3.78	-1.44	0.1517
IND_RET (Retail)	?	9.33	2.18	0.0305
IND_RS (Real Estate)	?	-10.76	-3.76	0.0002
IND_SER (Services)	?	21.04	5.29	0.0000
IND_UTI (Transportation and Utilities)	?	-3.52	-1.43	0.1540
Variáveis de Controlo - Anos				
ANO_1 (2005)	?	0.34	0.14	0.8907
ANO_2 (2006)	?	0.34	0.14	0.8888
ANO_3 (2007)	?	1.46	0.61	0.5422
ANO_4 (2008)	-	-5.32	-2.22	0.0276
ANO_5 (2009)	?	0.59	0.25	0.8054
ANO_6 (2010)	?	1.40	0.59	0.5540
ANO_7 (2011)	?	-0.84	-0.38	0.7078
R ²	71%	R ² ajustado		68%
Estatística F	24.36			0.0000
Nº Observações				246
Teste aos coeficientes totais, PRO (Wald Test)				
$\alpha_1 + \alpha_4$ (NI_v e PRE*NI_v)		-2.70	2.62	0.1066
Teste aos coeficientes totais, MEP (Wald Test)				
$\alpha_1 + \alpha_4 + \alpha_6 + \alpha_9$ (NI_v e PRE*NI_v)		-4.07	0.14	0.7087
$\alpha_1 + \alpha_6$ (NI_v)		2.65	1.63	0.2027
$\alpha_2 + \alpha_7$ (BV_v)		0.53	12.97	0.0004
$\alpha_4 + \alpha_9$ (PRE*NI_v)		-6.72	0.36	0.5482
Definição das Variáveis e Notas:				
<i>P</i> : valor de mercado das ações ordinárias do <i>venturer</i> ; <i>NI_v</i> : resultado líquido do <i>venturer</i> ; <i>BV_v</i> : ativos líquidos do <i>venturer</i> ; <i>PRE</i> , variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano <i>t</i> , caso contrário 0; <i>I</i> , variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se empresa optou pelo MEP, 0 se PRO; ΣIND_j : conjunto de variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa pertencer ao setor <i>j</i> e o valor 0 se não pertencer; ΣANO_t : conjunto de variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a observação pertencer ao ano <i>t</i> e o valor 0 se não pertencer. Os descritivos do setor, <i>j</i> e do ano <i>t</i> encontram-se tabelados. O setor e ano base referem-se a <i>Manufacturing</i> e 2012, respetivamente. Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias no final do ano <i>t</i> .				

Anexo 4 - Tabela Detalhada dos Coeficientes de Regressão do Modelo (4.2)

$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_v_{it} + \delta_2 ACC_v_{it} + \delta_3 CFO_v_{it} + \delta_4 CFI_v_{it} + \delta_5 CFF_v_{it} + \delta_6 PRE + \delta_7 PRE * ACC_v_{it} + \delta_8 PRE * CFO_v_{it} + \delta_9 I + \delta_{10} I * BV_v_{it} + \delta_{11} I * ACC_v_{it} + \delta_{12} I * CFO_v_{it} + \delta_{13} I * CFI_v_{it} + \delta_{14} I * CFF_v_{it} + \delta_{15} I * PRE + \delta_{16} I * PRE * ACC_v_{it} + \delta_{17} I * PRE * CFO_v_{it} + \sum_{j=1}^6 \delta_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \delta_t ANO_t + \varepsilon_{it}$							
Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	4 (a)		4 (b)		4 (c)	
		Coefficientes	p-value	Coefficientes	p-value	Coefficientes	p-value
Constante	?	14.56	0.000	14.37	0.0000	14.42	0.0000
BV_v	+	0.14	0.119	0.02	0.8697	0.02	0.8508
ACC_v	+	2.61	0.000	2.53	0.0001	2.51	0.0001
CFO_v	+	3.05	0.000	2.80	0.0000	2.69	0.0003
CFI_v	-			-0.59	0.0185	-0.68	0.1526
CFF_v	-					-0.10	0.8216
PRE	?	-7.48	0.000	-7.95	0.0001	-7.96	0.0001
PRE*ACC_v	?	-4.03	0.091	-4.00	0.0889	-3.94	0.0978
PRE*CFO_v	?	-2.95	0.481	-2.95	0.4742	-2.83	0.4987
I	?	-2.43	0.565	-3.54	0.4080	-3.40	0.4312
I*BV_v	+	0.53	0.004	0.57	0.0036	0.54	0.0078
I*ACC_v	-	-9.03	0.010	-8.32	0.0166	-8.42	0.0162
I*CFO_v	-	-5.05	0.048	-4.76	0.0600	-3.65	0.3087
I*CFI_v	+			-0.33	0.6475	0.77	0.7692
I*CFF_v	+					1.19	0.6628
I*PRE	?	2.27	0.784	3.46	0.6723	3.12	0.7064
I*PRE*ACC_v	?	8.04	0.537	8.77	0.4955	5.70	0.7031
I*PRE*CFO_v	?	3.83	0.835	3.71	0.8385	-1.51	0.9461
Variáveis de Controlo - Indústria							
IND_CON (Construction)		-9.46	0.0007	-9.58	0.0005	-9.59	0.0005
IND_MI (Mining)		-4.25	0.1180	-4.38	0.1025	-4.40	0.1034
IND_RET (Retail)		8.25	0.0650	8.80	0.0467	8.71	0.0501
IND_RS (Real Estate)		-12.67	0.0000	-13.01	0.0000	-13.10	0.0000
IND_SER (Services)		20.88	0.0000	19.53	0.0000	19.50	0.0000
IND_UTI (Transportation and Utilities)		-4.68	0.0652	-4.92	0.0504	-4.96	0.0498
Variáveis de Controlo - Anos							
ANO_1 (2005)		0.99	0.7001	2.16	0.4020	2.19	0.4010
ANO_2 (2006)		1.47	0.5631	2.52	0.3203	2.53	0.3223
ANO_3 (2007)		1.87	0.4513	2.25	0.3617	2.28	0.3610
ANO_4 (2008)		-4.00	0.1072	-3.53	0.1529	-3.51	0.1579
ANO_5 (2009)		0.71	0.7732	1.67	0.4983	1.68	0.4998
ANO_6 (2010)		1.01	0.6806	2.05	0.4041	2.02	0.4151
ANO_7 (2011)		-0.20	0.9309	0.49	0.8345	0.44	0.8530
R ²		70%		71%		71%	
R ² ajustado		66%		67%		66%	
Estatística F		19.21		18.53		17.16	
Nº Observações		246					

Definição das Variáveis e Notas:

A coluna 4 (c) apresenta os resultados da regressão do modelo (4.2); as colunas 4(a) e 4(b) os resultados da estimação sem as variáveis, CFI_v e CFF_v e CFF_v, respetivamente; P – valor de mercado das ações ordinárias do *venturer*; NI_v: resultado líquido do *venturer*; BV_v: ativos líquidos do *venturer*; PRE, variável *dummy* que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano t, caso contrário 0; I, variável *dummy* que assume o valor 1, se empresa optou pelo MEP, 0 se PRO; ΣIND conjunto de variáveis *dummy* que assume o valor 1 se a empresa pertencer ao setor j e o valor 0 se não pertencer; ΣANO_t: conjunto de variáveis *dummy* que assume o valor 1 se a observação pertencer ao ano t e o valor 0 se não pertencer. Os descritivos do setor, j e do ano t encontram-se tabelados. O setor e ano base referem-se a *Manufacturing* e 2012, respetivamente; Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do ano.

Anexo 5 - Tabela Detalhada dos Testes *Wald* do Modelo (4.2)

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{v_{it}} + \delta_2 ACC_{v_{it}} + \delta_3 CFO_{v_{it}} + \delta_4 CFI_{v_{it}} + \delta_5 CFF_{v_{it}} + \delta_6 PRE + \delta_7 PRE * ACC_{v_{it}} + \delta_8 PRE * CFO_{v_{it}} + \delta_9 I + \delta_{10} I * BV_{v_{it}} + \delta_{11} I * ACC_{v_{it}} + \delta_{12} I * CFO_{v_{it}} + \delta_{13} I * CFI_{v_{it}} + \delta_{14} I * CFF_{v_{it}} + \delta_{15} I * PRE + \delta_{16} I * PRE * ACC_{v_{it}} + \delta_{17} I * PRE * CFO_{v_{it}} + \sum_{j=1}^6 \delta_j IND_j + \sum_{t=2005}^{2011} \delta_t ANO_t + \varepsilon_{it}$$

Variáveis Explicativas	Sinal Esperado	4 (a)		4 (b)		4 (c)	
		Coefficientes	p-value	Coefficientes	p-value	Coefficientes	p-value
Teste aos coeficientes totais - PRO (Wald Test)							
$\delta_2 + \delta_7 (ACC_v + PRE * ACC_v)$		-1.42	0.5346	-1.47	0.5149	-1.42	0.5325
$\delta_3 + \delta_8 (CFO_v + PRE * CFO_v)$		0.10	0.9798	-0.16	0.9693	-0.14	0.9729
Teste aos coeficientes totais - PRO - MEP (Wald Test)							
$\delta_{11} + \delta_{16} (I * ACC_v + I * PRE * ACC_v)$		-1.00	0.9361	0.45	0.9708	-2.72	0.8525
$\delta_{12} + \delta_{17} (I * CFO_v + I * PRE * CFO_v)$		-1.22	0.9470	-1.04	0.9540	-5.15	0.8046
Teste aos coeficientes totais - MEP (Wald Test)							
$\delta_0 + \delta_9 (Constante)$		12.13	0.0089	10.82	0.0221	11.02	0.0200
$\delta_6 + \delta_{15} (PRE)$		-5.21	0.5155	-4.48	0.5723	-4.85	0.5452
$\delta_1 + \delta_{10} (BV_v)$		0.66	0.0000	0.58	0.0005	0.56	0.0014
$\delta_2 + \delta_{11} (ACC_v)$		-6.43	0.0600	-5.79	0.0894	-5.91	0.0855
$\delta_3 + \delta_{12} (CFO_v)$		-2.00	0.4256	-1.96	0.4286	-0.96	0.7855
$\delta_4 + \delta_{13} (CFI_v)$				-0.92	0.1775	0.09	0.9727
$\delta_5 + \delta_{14} (CFF_v)$						1.09	0.6858
$\delta_7 + \delta_{16} (PRE * ACC_v)$		4.01	0.7540	4.77	0.7057	1.76	0.9048
$\delta_8 + \delta_{17} (PRE * CFO_v)$		0.89	0.9606	0.76	0.9658	-4.33	0.8429
Definição das Variáveis e Notas:							
A coluna 4 (c) apresenta os resultados da regressão do modelo (4.2); as colunas 4(a) e 4(b) os resultados da estimação sem as variáveis, CFI_v e CFF_v e CFF_v , respetivamente; P – valor de mercado das ações; NI_v : resultado líquido do <i>venturer</i> ; BV_v : ativos líquidos do <i>venturer</i> ; PRE , variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se empresa apresentou prejuízo no ano t , caso contrário 0; I , variável <i>dummy</i> que assume o valor 1, se empresa optou pelo MEP, 0 se PRO; ΣIND_j : conjunto de variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a empresa pertencer ao setor j e o valor 0 se não pertencer; ΣANO_t : conjunto de variáveis <i>dummy</i> que assume o valor 1 se a observação pertencer ao ano t e o valor 0 se não pertencer. Os descritivos do setor, j e do ano t encontram-se tabelados. O setor e ano base referem-se a <i>Manufacturing</i> e 2012, respetivamente; Todas as variáveis foram deflacionadas pelo número de ações ordinárias emitidas no final do ano.							